

1 Introdução

Operações financeiras são inerentemente marcadas pela presença de assimetria de informação entre os tomadores de recursos e os investidores. Os primeiros possuem um grau de conhecimento maior sobre sua capacidade e disposição de pagamento do que aqueles que investem os recursos. Assim, do ponto de vista dos credores, a presença de tal assimetria afetará os prêmios exigidos pelo risco de crédito em qualquer operação de crédito e aquisição de títulos de dívida (CANUTO e SANTOS, 2003).

Em razão disto, a maioria dos investidores que se depara com diversas alternativas de investimento e produtos financeiros cada vez mais complexos procuram a opinião de agências de classificação de risco independentes.

Desde 2007, quando eclodiu a crise do *subprime*, as hipotecas de alto risco nos Estados Unidos, o papel das agências classificadoras de risco vem ganhando um expressivo destaque no cenário econômico internacional. Diante da iminência da queda de grandes pilares da economia americana, como viria a acontecer mais tarde em 2008 com o Banco Lehman Brothers, a possível existência de conflitos de interesse passou a ser tema constante das discussões sobre a atuação dessas agências no mercado de crédito.

Uma vez que estas instituições se remuneram vendendo às empresas classificações do risco de crédito destas, é fácil entender a dinâmica que gira em torno do negócio. As agências de *rating* são procuradas pelas empresas para classificar o risco de uma determinada emissão ou ainda a capacidade geral da empresa de honrar todas as suas obrigações financeiras dentro do prazo estabelecido. Essas classificações representam a opinião e o julgamento dessas agências sobre o nível de risco de instrumentos financeiros como debêntures e títulos de dívida em geral emitidos pela empresa. Segundo Poon (2003) estes *ratings* podem afetar seriamente a liquidez, os custos financeiros e o volume de dívida emitido no mercado. Por este motivo, as agências de *rating* poderiam se

sentir compelidas a dar boas classificações às dívidas de seus clientes evitando assim um conflito de interesses.

Contudo, nem sempre as agências são procuradas pelas empresas. Alguns emissores possuem razões que os levam a acreditar que essas classificações poderiam ser prejudiciais às suas emissões. Mesmo assim, algumas agências optam por classificar algumas dessas emissões que não foram solicitadas e, portanto não pagas. De acordo com as agências, estas classificações são justificadas por uma demanda imposta pelos mercados financeiros (POON, 2003).

Avaliar e classificar o risco de crédito de uma emissão não é uma tarefa simples. Diversos são os fatores que devem ser considerados na avaliação da probabilidade de *default* ou atraso no pagamento de uma obrigação. Vários autores na literatura estudaram os fatores determinantes de um *rating* de título corporativo ou tentaram desenvolver modelos de previsão de *rating*. Horrigan (1966), West (1970), Pinches and Mingo (1973), Kaplan e Urwitz (1979), Kim e Gu (2004), Ederington (1985), Gentry *et al.* (1988), Brister *et al.* (1994) e Calbo *et al.* (2008) são alguns deles.

Diversas também são as variáveis explanatórias usadas nos estudos. Alguns autores procuraram avaliar como as variáveis financeiras poderiam explicar e prever o *rating* de um título. De acordo com Kaplan e Urwitz (1979), um pequeno conjunto de variáveis como status de subordinação da dívida, tamanho da empresa emitente medido pelo total de ativos, total de endividamento, estabilidade dos lucros futuros, nível de endividamento, índice de cobertura de juros e índices de lucratividade se mostraram relevantes na explicação do *rating* em estudos anteriores.

Todavia, não existe uma literatura ampla sobre a influência dos termos contratuais do título na sua classificação de risco. Alguns autores analisaram o impacto que variáveis como o cupom, volume de emissão e a presença de garantia exercem sobre o retorno de títulos medido pelo *spread* em relação a outros títulos menos arriscados (GABBI e SIRONI, 2005; PAIVA, 2006; SHENG e SAITO, 2005). Mas até onde se sabe, somente Calbo *et al.* (2008) avaliaram o impacto direto dessas variáveis no *rating* da emissão.

No que diz respeito à metodologia de análise usada na literatura para avaliação de *ratings* as opiniões também são distintas. Os métodos mais usados foram: análise discriminante (BRISTER *et al.*, 1994; PINCHES e MINGO, 1973); regressão múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) (CALBO *et al.*, 2008; HERRIGAN, 1966; KIM E GU, 2004; WEST, 1970); e modelo *probit* ordenado (EDERINGTON, 1985; GENTRY *et al.*, 1988; KAPLAN e URWITZ, 1979).

De uma maneira geral, a literatura tem mostrado que a acurácia de previsão da maioria dos modelos de *rating* encontrados varia em torno de 60%. Apesar da divergência entre os autores sobre a eficácia dos métodos, cada qual justificando e saindo em defesa de um dos três, nenhum deles se mostrou consideravelmente melhor do que os outros, em termos de acurácia de previsão (KIM e GU, 2004).

Sendo assim, a questão principal da pesquisa que se pretende abordar neste trabalho é a seguinte: **“Como as variáveis contratuais afetam o *rating* de uma emissão”?**

No sentido de tentar responder esta questão, dois objetivos serão perseguidos: **1)** analisar a importância dos termos contratuais da emissão e um fator macroeconômico quais sejam: o cupom de emissão, a presença de garantia real atrelada ao título, a maturidade do título, o preço de emissão, o volume de emissão e o risco-país medido pelo EMBI+ e **2)** usar dois métodos estatísticos de análise, o método MQO e o modelo *probit* ordenado para verificar se algum deles apresenta melhor desempenho na tentativa de explicar a variação do *rating* causada por estas variáveis.

Este trabalho está organizado da seguinte forma: este capítulo apresentou a questão de pesquisa e os objetivos. O capítulo dois faz uma breve explanação da indústria do *rating* e logo após sintetiza os principais artigos da literatura que: **1)** analisam os fatores que influenciam a classificação de risco de um título de dívida; **2)** verificam se as agências classificadoras tendem a atribuir piores notas para os *ratings* que não foram solicitados pelas empresas emissoras; e **3)** investigam a relação entre o *rating* de crédito e o retorno de um título. Ainda neste capítulo, hipóteses são levantadas em face da literatura pesquisada e dos objetivos apontados. O capítulo três faz um breve resumo dos métodos MQO e *probit* ordenado e ao final descreve as variáveis independentes que serão utilizadas nos

dois modelos. No capítulo quatro são discutidos os resultados. Por fim, são apresentadas as conclusões e as recomendações para estudos futuros.