

ESCOLA DE GOVERNO

PROFESSOR PAULO NEVES DE CARVALHO

UM ESTUDO CRÍTICO DA INDÚSTRIA DE RATINGS, SEUS IMPACTOS SOBRE OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO SOBERANO E PROPOSTAS DE REGULAÇÃO.

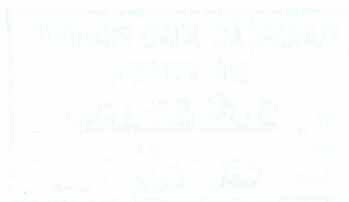
Rodrigo de Souza Nogueira



FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO
Governador de Minas Gerais

336.76
N778e

RODRIGO DE SOUZA NOGUEIRA



UM ESTUDO CRÍTICO DA INDÚSTRIA DE RATINGS, SEUS IMPACTOS SOBRE OS
CUSTOS DE FINANCIAMENTO SOBERANO E PROPOSTAS DE REGULAÇÃO.

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado da
Fundação João Pinheiro, como requisito parcial
para a obtenção do título de Mestre em
Administração Pública.

Orientador: Prof. Dr. Sílvio Ferreira Júnior.

Belo Horizonte

2010



**ATA DA DEFESA PÚBLICA DE DISSERTAÇÃO
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: ESTADO, INSTITUIÇÃO E GESTÃO DE
POLÍTICAS PÚBLICAS**

Ao 30 (trinta) dia do mês de setembro de 2010, foi realizada a defesa pública da dissertação intitulada "**UM ESTUDO CRÍTICO DA INDÚSTRIA DE RATINGS, SEUS IMPACTOS SOBRE OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO SOBERANO E PROPOSTAS DE REGULAÇÃO**", elaborada por **Rodrigo de Souza Nogueira** como requisito parcial para obtenção do título de Mestre do Programa de Mestrado em Administração Pública: Área de Concentração Estado, Instituições e Gestão de Políticas Públicas, da Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho. Após a apresentação do trabalho, o mestrando foi argüido pelos membros da Comissão Examinadora, composta por: Professor Doutor Sílvio Ferreira Júnior, Professor Doutor Reginaldo Pinto Nogueira e Professor Doutor Cândido Luiz de Lima Fernandes. A Comissão Examinadora reuniu-se para deliberar e, considerando que a dissertação atende aos requisitos técnicos e acadêmicos previstos na legislação do Programa, decidiu, por unanimidade pela **APROVAÇÃO**. Este documento expressa o que ocorreu na sessão da defesa e será assinado pelos membros da Comissão Examinadora.

Belo Horizonte, 30 de setembro de 2010.

Professor Doutor Sílvio Ferreira Júnior (Orientador)

Professor Doutor Reginaldo Pinto Nogueira – FJP

Professor Doutor Cândido Luiz de Lima Fernandes - UFMG

Dedico este trabalho à minha esposa Paula, companheira de todas as horas, pelo amor, paciência e compreensão pelos momentos subtraídos ao seu convívio no intuito de superar mais essa fase.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente agradeço a Deus, fonte e inspiração da vida. Agradeço aos meus pais, Helvécio e Eni, pelo inestimável apoio e dedicação desde os estágios iniciais da minha vida acadêmica.

Agradeço a fundamental contribuição do Professor Reginaldo Pinto Nogueira, orientador inicial desta dissertação, pela amizade, disponibilidade e interesse na condução deste trabalho. Agradeço ainda a orientação paciente, precisa e enriquecedora do Professor Sílvio Ferreira Júnior.

Agradeço aos professores e servidores da Fundação João Pinheiro – Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho (em especial da Coordenação do Mestrado e da Secretaria de Registro Acadêmico) pela acolhida, entusiasmo e dedicação.

Agradeço ao meu primo Vinícius Augusto, pelo auxílio no manejo de recursos gráficos.

Agradeço também aos colegas de Mestrado que acompanharam mais de perto o desenvolvimento desta dissertação, Henrique Quites e Miguel Stefanelli.

Registro ainda o apoio institucional da Advocacia-Geral da União no custeio parcial do curso.

Enfim, agradeço a todos que de uma forma ou de outra colaboraram na consecução trabalho.

Obrigado!

RESUMO

O objetivo deste trabalho é demonstrar como a atuação das agências de classificação de risco soberano pode impactar negativamente a fruição de direitos fundamentais ao afetar a capacidade dos Estados financiarem políticas públicas destinadas à efetivação desses direitos. Defende-se que o arcabouço regulatório aplicável às agências de *rating* pode ser reformado de modo a incorporar preocupações com o desenvolvimento sustentável e realização da justiça social e econômica. No curso da pesquisa reconhece-se a importância das agências na redução das assimetrias de informação, o que possibilita a continuidade do fluxo financeiro. No entanto, a proposta de alteração se baseia nas graves falhas dessa indústria que podem causar distorções nos *ratings* soberanos e consequências danosas especialmente nos países emergentes.

Palavras-chave: Administração Pública. Direito. Economia. Regulação Financeira. Agências de Classificação de Risco Soberano. Reforma Marco Regulatório.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to demonstrate how the actions of sovereign risk rating agencies may negatively impact the enjoyment of fundamental rights by affecting the ability of states to finance public policies designed to realize these rights. It is argued that the regulatory framework applicable to rating agencies can be reformed to incorporate concerns about sustainable development and achievement of social and economic justice. The research recognizes the importance of agencies in reducing information asymmetries, enabling continuity of cash flow. However, the proposal is based on the serious flaws in this industry that can cause distortions in the sovereign ratings and harmful consequences especially in emerging countries.

Keywords: Public Management. Law. Economy. Financial Regulation. Sovereign Ratings Agencies. Reform Regulatory Framework.

ABREVIATURAS E SIGLAS

- BACEN - Banco Central do Brasil
- BIS- Bank of International Settlements
- CESR's - The Committee of European Securities Regulator
- CDC - Código de Defesa do Consumidor
- CMN - Conselho Monetário Nacional
- CVM- Comissão de Valores Mobiliários
- EUA- Estados Unidos da América
- FMI – Fundo Monetário Internacional
- G-20 – Grupo dos Vinte
- IAIS – *International Association of Insurance Supervisors* (Associação Internacional de Supervisores de Seguros)
- IBRADEMP - Instituto Brasileiro de Direito Empresarial
- IOSCO- International Organization of Securities Commissions
- NAIC- The National Association of Insurance Commissioners
- NRSRO-Nationally Recognized Statistical Rating Organizations
- OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
- OIC - Organização Internacional do Comércio
- OMC - Organização Mundial do Comércio
- ONU - Organização das Nações Unidas
- SDE- Secretaria de Direito Econômico
- SEAE/MF- Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda
- SEC- Securities and Exchange Commission
- STJ- Superior Tribunal de Justiça
- UE – União Européia
- NRSRO — Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

SUMÁRIO

1- Introdução.....	12
Capítulo 02 – Visão Geral da Indústria dos <i>Ratings</i>	21
2.1-Atuação das agências internacionais de classificação de risco e a evolução do negócio da avaliação soberana.....	21
2.2- Usos, tipos de <i>ratings</i> de risco soberano e seus impactos no mercado financeiro internacional.....	28
2.3- Do processo de atribuição de <i>rating</i> soberano.....	31
2.4-Determinantes macroeconômicos da classificação do risco soberano:.....	36
Capítulo 03 – Aspectos Adversos das Avaliações.....	46
3.1- Subjetividade no processo de avaliação geral dos países	47
3.2-Divergências de opiniões nas avaliações soberanas.....	49
3.3- Das falhas nas atribuições.....	52
3.4- Do comportamento pro-cíclico.....	57
3.5- Potenciais conflitos de interesses.....	62
Capítulo 04-Da Regulação das Agências de <i>Rating</i>	65
4.1- Natureza e fins da regulação da atividade econômica.....	65
4.1.2- Fundamentos da Teoria da Regulação.....	67
4.1.3- Da auto-regulação dos mercados.....	70
4.1.4- Uso dos <i>ratings</i> como parâmetro de regulação.....	72
4.2- Breve panorama da regulação das agências de <i>rating</i> no mundo.....	75
4.3-Alternativas para regulação das agências internacionais de classificação de risco.....	78
4.4- O caso brasileiro e propostas de regulação	84
Capítulo 05- Conclusão.....	88
Referências Bibliográficas.....	95

LISTA DE QUADROS

1- Escala de classificação de risco (transposição linear).....	31
2- <i>Comparing Sovereign Currency Ratings and United States Corporate Bond Ratings</i>	19
3 – Alteração no modelo da Standard 7 Poor's, 97 versus 2002.....	52
4 – Histórico de <i>ratings</i> do Brasil – Standard & Poor's.....	57
5 – Histórico de <i>ratings</i> do Brasil – Fitch Ratings.....	58

LISTA DE FIGURAS

1 - Classificação de Risco Soberano do Brasil – Período 2003 a 2009.....	13
2-Número e distribuição das avaliações soberanas (1975-2008)	21
3- Principais características econômicas e políticas utilizadas pela agência S&P na definição do <i>Rating</i> Soberano, conforme descrição apresentada em S&P (2003)	32
4 – Standard and Poor's sovereign ratings methodology profile.....	36
5-Fatores de risco e principais considerações sobre a evolução da economia associados à análise de risco de crédito soberano.....	38
6-Renda per capita.....	39
7-Taxa de crescimento do pib per capita.....	40
8 – Índice de preços ao consumidor.....	41
9 –Dívida externa líquida.....	41
10 –Diferenças nos critérios de julgamento do risco país.....	47
11 –Divergências nos <i>ratings</i>	49
12 – Sovereign ratings failure statistics (1997–2002).....	53
13 –Spreads do c-bond.....	59

INTRODUÇÃO

O denominado grau de investimento ou *investment grade*, é a classificação dada a um país a partir de uma avaliação levada a termo pelas principais agências de classificação de risco, como a Fitch Ratings, a Moody's e a Standard & Poor's. Assume-se que um país com grau de investimento teria mais chances de honrar seus compromissos financeiros. A nota atribuída busca mensurar a probabilidade de default de obrigações financeiras (ou seja, o não pagamento), incluindo-se atrasos e/ou falta efetiva do pagamento. Quanto maior o *rating*, menor essa probabilidade e vice versa.

Trata-se de instrumento relevante para o mercado porquanto fornece aos potenciais credores uma opinião sobre o perfil de risco de crédito do objeto analisado. Como se trata de um risco sistêmico¹, eleva o rendimento exigido dos ativos do país, reduzindo seu preço comparativamente a ativos idênticos emitidos por países desenvolvidos. Ou seja, emissores com baixas classificações devem pagar taxas de juros mais elevadas – incorporando um maior prêmio de risco – do que tomadores com notas elevadas.

Países desenvolvidos dão o acesso ao crédito por garantido. Do outro lado do espectro, muitos países de baixa renda e alto grau de endividamento não conseguem acesso ao crédito internacional mesmo em situações favoráveis (queda nas taxas internacionais de juros e aumento do comércio entre os países). No que tange às economias emergentes, esse acesso é altamente variável no tempo. Então, para este último grupo de países os *ratings* de risco soberanos são mais críticos (Reinhart, 2002).

O papel das agências de classificação de risco ganha saliência nesse contexto em que as transações financeiras só se desenvolvem quando existem meios para mitigar o peso negativo das assimetrias de informação, a saber: coleta e processamento de informações antes das operações, firmação de contratos e monitoramento de sua execução de modo a controlar o uso dos recursos e o estabelecimento de garantias para reduzir perdas em caso de inadimplência ou falência. Assim, ao reduzir a incerteza do investidor quanto a exposição a riscos, as avaliações soberanas possibilitam um número maior de governos e de empresas

¹ Risco que um choque em determinada parte do sistema se espalhe por todo o sistema financeiro ensejando sua quebra em razão dos arranjos institucionais vigentes (reação em cadeia).

situadas em países de risco mais elevado, com histórico de moratória da dívida, captar recursos no mercado internacional.

Cantor e Packer (1996) aduzem que nos anos recentes a demanda por *sovereign credit rating* aumentou dramaticamente. Nessa mesma linha, Canuto e Santos (2003), destacam que seu “(...) uso como parâmetro de regulação financeira é bastante difundido nos EUA e vem se expandindo tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento”. Ainda sobre o aumento da relevância dos *ratings* nos mercados financeiros, Canuto e Santos (2003) acrescentam que:

As agências e suas classificações são hoje um componente importante da dinâmica dos mercados financeiros internacionais. Até os anos 80, o principal fornecedor de crédito externo aos governos era um grupo restrito de grandes bancos internacionais. Hoje, com o uso dos bônus e títulos como principais instrumentos de captação, em substituição aos empréstimos sindicados, o conjunto de credores é maior, mais difuso e heterogêneo. A profusão de países que recorrem ao mercado internacional de crédito regularmente, os problemas associados à dificuldade de comparação de dados macroeconômicos, bem como a complexidade e diversidade das economias desses países, tornam a tarefa de avaliação de risco-soberano demasiadamente dispendiosa individualmente para a grande maioria dos investidores (Risco Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes, fls. 13).

Por sua vez, Bathia (2002), sustenta que a “ampla e duradoura utilização dos *ratings* da Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch pelos credores privados testemunha sua utilidade”. Acrescenta que os emissores de dívida procuram os *ratings* – e pagam por eles – para incrementar o *pool* de investidores ou simplesmente para fixar parâmetros de risco buscando avaliação de duas ou três agências ao mesmo tempo. Já os investidores se valem dos *ratings* “in their price calculations, and in decisions to buy, sell, or hold securities...”.

As palavras do senador norte-americano Joseph Lieberman destacam o poder que essas empresas centenárias possuem nos EUA e em todo o mundo, *verbis*:

As agências de rating possuem a chave do capital e da liquidez, o centro nervoso da América corporativa e de nossa economia capitalista. O *rating* afeta a capacidade de uma empresa conseguir empréstimos financeiros; afeta a decisão de investimento de fundos de pensão e de fundos de

investimento em geral, bem como influencia o valor das ações negociadas em bolsa de valores (citado por Hill, 2004)

Dessa forma, a presente dissertação busca estudar a indústria de *ratings*, seus impactos sobre os custos de financiamento dos países e o que a gestão pública, por meio da regulação, pode fazer para atenuar os diversos aspectos adversos decorrentes da sua atuação.

O Brasil foi considerado *investment grade* apenas muito recentemente. Inicialmente pela agência Standard & Poor's, no dia 30/04/08. Sua nota passou de BB+ para BBB- (mudou da nota máxima do grau especulativo para a nota mínima do grau de investimento). No mesmo dia, o presidente Lula da Silva, ao discursar no 7º Fórum dos Governadores do Nordeste em Maceió², comemorou a decisão da agência Standard & Poor's (S&P) de elevar a classificação do Brasil dizendo "(...) o Brasil foi declarado um país sério, que tem políticas sérias, que cuida das suas finanças com seriedade e que por isso passamos a ser merecedores de uma confiança internacional que há muito tempo necessitava".

Ressalte-se que tal anúncio fez o índice da Bolsa de valores de São Paulo bater um recorde. O pregão do dia fechou com alta de 6,33%, número que não era visto desde outubro de 2002. Na mesma linha, a agência Fitch, em 29/05/08, concedeu a mesma avaliação ao Brasil. A terceira das três grandes agências a reconhecer ao Brasil o status de *investment grade* foi a Moody's³. Ato contínuo, o Tesouro Nacional⁴, por meio da Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública emitiu pronunciamento esclarecendo que:

Dentre os fatores relacionados pela Moody's para a concessão do upgrade, destaca-se "a notável melhora apresentada na estrutura de dívida do governo". Ainda, além da condução responsável das políticas fiscal e monetária nos últimos anos, a agência ressalta o excepcional desempenho do Brasil durante a crise. A turbulência nos mercados serviu para desvelar o fortalecimento estrutural ocorrido nos últimos anos, que resistiu muito bem aos testes impostos pela crise. Além disso, as medidas tomadas pelas autoridades brasileiras em sua resposta foram tempestivas e eficientes. Por fim, tem-se a forte recuperação da atividade econômica: dentre os principais países que entraram em recessão técnica em decorrência da crise, o Brasil

²Fonte: http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL449770-9356,00-BRASIL+FOI+CONSIDERADO+PAIS+SERIO+DIZ+LULA.html, acesso em 17/05/2010

³ O país também possui grau de investimento pela agência canadense *Dominion Bond Rating Service* e pelas agências japonesas *Rating and Investment Information* e *Japan Credit Rating Agency*

⁴ http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Nota_Moodys.pdf

apresentou a maior taxa de crescimento do PIB no segundo trimestre de 2009 (em relação ao primeiro), recuperando-se em relação à variação negativa recente. Como resultado, a Moody's afirma que “o desempenho geral do Brasil provou ser melhor do que a maioria dos países classificados como grau de investimento na categoria Baa, onde o Brasil agora está situado

Esse reconhecimento por parte das três principais agências também foi comemorado pelo presidente do Banco Central, Henrique Meirelles, que ressaltou a importância da consolidação da condição de grau de investimento do país num momento em que a economia mundial ainda está em crise e que outros países foram revisados para baixo. Meirelles acrescentou que essa decisão mostra que a Moody's reconheceu a capacidade que o país teve de resistir à crise. Citou especificamente a melhora da estrutura da dívida com alongamentos dos prazos e eliminação da dívida cambial⁵.

Brasil	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
S & P	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-
Fitch	B+	BB-	BB-	BB	BB+	BBB-	BBB-
Moody's	B2	B1	Ba3	Ba2	Ba1	Ba1	Baa3

Figura 1 - Classificação de Risco Soberano do Brasil – Período 2003 a 2009

Fonte: Agências de *Rating*

A elevação do *rating* soberano é preocupação constante dos Governos, entre outros motivos, por que o grau de fragilidade econômica pode ser capturado pelo risco país (Kaminsky e Schukler, 2002, p. 173). Em geral os *upgrades* estão associados taxas de juros mais baixas, menor risco país e retornos mais elevados nos mercados de capitais. Assim, o fato de o Brasil ser considerado grau de investimento pode revelar mais imunidade a crises econômicas em outras economias emergentes.

O próprio Tesouro Nacional, por meio da Coordenação-Geral de Planejamento Estratégico da Dívida Pública⁶, sustenta que um país classificado como grau de investimento possui baixo risco associado aos seus passivos. Assim, a melhora no perfil de crédito “cria

⁵ Agência Estado http://economia.estadao.com.br/noticias/not_6566.htm, acesso em 09/03/2010

⁶ http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Nota_Moodys.pdf (acesso em 09/03/2010)

condições mais favoráveis para seu financiamento, seja ele público – ao abrir oportunidade para grandes investidores institucionais que possuem restrições de investimento em função da classificação do país - ou privado - pois empresas ganham espaço para ter sua classificação de risco elevada em função do aumento do *rating* soberano, o que potencialmente reduz seus custos de captação”.

Com efeito, o endividamento público revela-se medida fundamental para a distribuição intertemporal ótima das políticas públicas. Através desse instrumento, “a provisão dos bens públicos pode ser temporalmente dissociada da arrecadação dos recursos para lhe fazer face” (COSTA, 2009, p.81). Como eventual diminuição da liquidez dos mercados pode impedir o refinanciamento da dívida dos países, é compreensível o objetivo da Administração buscar a elevação do *rating* para evitar vulnerabilidade em um contexto de redução do influxo de capitais internacionais e longa espera por janelas de oportunidade para captar recursos no exterior.

A instabilidade do mercado financeiro mundial tem sido o foco principal da atenção dos meios acadêmicos e políticos. Muitos argumentam que a globalização é a causa dessa volatilidade onde investidores muito diversificados dão pouca importância aos fundamentos econômicos e seguem a manada quando se deparam com informações assimétricas (Kaminsky e Schmukler, 2002). A busca por novas oportunidades de investimento e a diminuição das restrições sobre os movimentos de capital passaram a permitir o trânsito de recursos entre as fronteiras com agilidade e segurança.

A crescente sofisticação dos investidores e a constante inovação financeira levaram ao desenvolvimento de novos serviços e produtos financeiros, freqüentemente criados e negociados em diferentes jurisdições (YAZBEK, 2007, p. 68). No entanto, não são somente os benefícios que se globalizam. As crises também passam a se disseminar com mais rapidez e intensidade como exemplificam os eventos que levaram à recente crise financeira internacional. Como será constatado ao longo do trabalho, em muitos casos os efeitos dessas crises foram agravados pelo comportamento pró-cíclico das agências. Especificamente em relação ao Brasil, será apresentado no Capítulo 02 estudo que revela variações expressivas nos *spreads* do c-bond para cada alteração no seu *rating* soberano.

Além deste, diversos outros graves problemas serão apontados. Muitos participantes do mercado se preocupam com a falta de transparência das metodologias, procedimentos,

práticas e processos adotados pelas agências de *rating*. Ademais, os procedimentos utilizados para o estabelecimento dos *ratings* variam muito entre as diversas agências. Acrescente-se que a grande economia de escala exigida para o processamento de informações e a exigência de reputação prévia torna a indústria do *rating* altamente concentrada. Também serão delineados os constantes conflitos de interesses que exurgem das suas relações.

A pesquisa buscará mostrar que esse quadro pode causar indesejáveis distorções nos *ratings* soberanos, especialmente naqueles atribuídos ao Brasil e a outros países emergentes. Além disso, tentará demonstrar que a atuação dessas agências pode impactar a negativamente a fruição de direitos fundamentais ao afetar a capacidade dos Estados financiarem políticas públicas destinadas à efetivação desses direitos.

Gustav von Schmoller, economista alemão, ao final do século XIX já preconizava que o grau de estabilidade econômica e social não poderia ser analisado a partir apenas de indicadores econômicos, mas principalmente na percepção subjetiva de uma dada situação social, a partir do desenvolvimento de valores e princípios morais. Sustentava que o progresso econômico se relacionava à cooperação entre as características do comportamento humano e as instituições sociais e econômicas (Peukert, 2001, p.104).

Na mesma linha a análise de Karl Polanyi, um dos precursores da vertente institucionalista econômica, que relaciona a ação do Estado a movimentos cíclicos de auto preservação da sociedade frente aos efeitos negativos provocados pela ação dominante das forças do mercado. Polany (2001) salienta que o conceito de mercado auto-regulado é uma utopia perigosa porque nega o primado da sociedade e deixa a vida social aberta a rupturas por conta de distúrbios causados por um processo de mercado não controlado.

A seguir algumas características comuns da economia institucional (Komatsu 2004):

- Embasamento teórico interdisciplinar;
- Destacam as instituições como elemento-chave para análise e entendimento de qualquer sociedade e, portanto, de sua economia;
- Assumem que a economia deve ser entendida como um sistema aberto e evolutivo, situada no tempo e no espaço, afetada por mudanças tecnológicas e inserida

(*embedded*) em um conjunto complexo de relações sociais, culturais, políticas e de poder.

Na perspectiva da escola da escolha racional, as instituições são concebidas e modificadas para desempenharem funções específicas e solucionar problemas da vida social, mais especificamente, como parâmetros para que se façam cálculos individuais de custo benefício sobre ações potenciais (Weingast, 1996, *apud* Komatsu, 2004). As instituições novas ou remodeladas, de acordo com esta corrente, somente conseguem atingir os resultados esperados quando existem mecanismos que garantam o cumprimento dos procedimentos e regras definidas (*enforcement*), em razão dos interesses individuais. São as regras e procedimentos que permitem que os responsáveis ou agentes da mudança consigam monitorar seu desempenho e corrigirem desvios, para que a predisposição de outros atores em infringir as regras seja controlada. Regras punitivas são fundamentais para o *enforcement*, por que permitem que os responsáveis pela mudança possam delegar autoridade a outros agentes (Komatsu, 2004, p. 75).

No que tange a “regulação”, a OCDE (1997) ressalta que esse termo abarca diversos instrumentos por meio dos quais o poder público define e aplica regras aos setores governamentais e não governamentais (inclusive entes auto-reguladores), para os quais o papel ou o poder de Estado tenha sido delegado. Podem ser leis, normas legais, formais e informais, ou outras orientações. A OCDE enquadra a regulação em três categorias:

- a) *Regulação econômica*: diz respeito a interferência direta nas decisões de mercado (definição de preços, estabelecimento de critérios para competição, como a entrada e saída de operadores em mercados e setores econômicos produtivos). Essa categoria vem recebendo grande destaque, sendo que as reformas para regulação econômica geralmente procuram aumentar o grau de eficiência econômica da atividade produtiva reduzindo barreiras à competição e inovação por meio de ações de desregulação (redução da interferência estatal), ou ainda, através da readequação do quadro regulatório em funcionamento.
- b) *Regulação social*: refere-se a políticas que visam à proteção do interesse público nas áreas da saúde, segurança, meio ambiente e seguridade social, etc. Não busca, a princípio, a obtenção de resultados econômicos. Estes, no entanto, podem vir a ocorrer de forma significativa. Iniciativas desse campo regulatório envolvem

desde incentivos de mercado (e.g estabelecimento de metas e flexibilização de regras) a processos de participação e decisão popular.

c) *Regulação administrativa*: relativo a procedimentos na esfera burocrática que vão desde a obtenção de informações até a interferência em decisões econômicas individuais que podem afetar o desempenho do setor privado. A revisão da regulação administrativa geralmente equivale à desburocratização, ou seja, a redução, simplificação e eliminação de procedimentos burocráticos formais.

Todos os problemas decorrentes do ambiente institucional vigente justificam a realização de um estudo crítico dessa indústria com apresentação de sugestões para a formulação de um novo marco jurídico orientado a salvaguarda do interesse público. Levando-se em consideração a carência de estudos sobre este tema e que a literatura existente constitui-se, na grande maioria, de produções estrangeiras, espera-se que a pesquisa proposta contribua para o aperfeiçoamento do conhecimento relativo ao tema no Brasil.

Assim, a dissertação tem como objetivo geral discutir a atuação das agências internacionais de *rating*: instituições que ajudam a superar os problemas da relação agente *versus* principal viabilizando maior fluxo de capital para países tomadores de recursos ou organizações com ação fortemente comprometida⁷ e metodologia questionável? Além desse objetivo geral, buscar-se-á, especificamente, interpretar juridicamente suas atividades investigando os aspectos adversos das metodologias empregadas na atribuição de *ratings* de risco soberano e o que pode ser feito para o redesenho institucional à luz da promoção da justiça econômica.

A pesquisa será desenvolvida com base na revisão da literatura teórica sobre o tema (pesquisa bibliográfica). Será realizada, outrossim, pesquisa documental nos a) relatórios, *ratings* e outros dados divulgados pelas agências internacionais de classificação de risco, material que pode ser obtido por meio de consulta aos seus respectivos sítios na internet⁸ ou através de pesquisa secundária; b) notícias veiculadas pelos meios de imprensa e c) documentos de órgãos / agências governamentais.

Por fim, cabe esclarecer que o trabalho está organizado em quatro capítulos,

⁷ Em face da forte conexão com instituições financeiras, bancos de investimento e bolsas de valores

⁸ As agências veiculam as definições de suas classificações na internet. www.moodys.com.br; www.standardandpoors.com.br; www.fitchratings.com.br

incluindo-se esta Introdução (Capítulo 01) onde é realizada a apresentação da temática a ser abordada. No Capítulo 02 será apresentado um relato sobre a atuação das agências de *rating*, incluindo dados históricos, explicação sobre as escalas utilizadas na classificação do risco de crédito, procedimentos e metodologias empregadas nas atribuições, seus objetivos e benefícios advindos para o mercado. Em seguida, no Capítulo 03 será elaborada revisão bibliográfica da literatura relativa ao tema, com enfoque às críticas dirigidas a essa indústria. Serão colacionados exemplos de falhas e erros nas atribuições. Buscar-se-á demonstrar que sua atuação encontra-se no limiar entre *fidúcia* e *coerção*. Na seqüência, o Capítulo 04, apresenta fundamentos teóricos da teoria de regulação, incluindo definições e classificação. Posteriormente, contextualiza o arcabouço internacional (incluindo a regulação norte-americana) e brasileiro para ao final apresentar propostas de regulação das atividades desempenhadas pelas agências enfatizando o papel dos Estados em garantir que esses instrumentos incorporem preocupações relacionadas à observância dos direitos fundamentais. A discussão será colocada no âmbito do agravamento da tendência de desregulamentação financeira internacional que culminou na crise no *subprime* nos EUA. Ao final, a conclusão resumirá o trabalho destacando os aspectos mais importantes relacionados à esfera da Administração Pública.

CAPÍTULO 02 – VISÃO GERAL DA INDÚSTRIA DOS *RATINGS*

Considerado o uso bastante difundido dos *ratings* como parâmetro de regulação financeira e a profundidade dos seus efeitos sobre a disponibilidade de crédito e a capacidade dos países definirem suas políticas macroeconômicas, surpreende tratar-se de instrumento ainda pouco investigado no mundo acadêmico. Este fato justifica a elaboração deste primeiro capítulo cujo escopo é transmitir uma visão geral da indústria de *ratings* e analisar seus impactos nas finanças internacionais. Adicionalmente, será delineado o que representa risco-soberano e as principais características das avaliações soberanas.

Nesse sentido, o Tópico 2.1 analisa a atuação das agências internacionais de classificação de risco e a evolução do negócio da avaliação soberana. Faz ainda considerações acerca da importância da obtenção do grau de investimento, sobre a teoria do teto soberano e apresenta a distinção entre os diversos tipos de indicadores de risco existentes no mercado. O Tópico 2.2 discorre sobre os tipos de *ratings* e seus impactos no mercado financeiro internacional. Na seqüência, o Tópico 2.3 explica o processo de atribuição de *rating* soberano descrevendo como são definidos os critérios de avaliação; as diferenças e semelhanças entre os significados dos indicadores de cada agência e o ponto de vista dessas organizações sobre o propósito dos seus pronunciamentos em defesa às críticas que lhes são freqüentemente dirigidas. Em seguida, Tópico 2.4 aborda as principais características macroeconômicas e políticas utilizadas como variáveis determinantes no processo de classificação, apontando, inclusive, diferenças na importância relativa atribuída por cada agência a fatores específicos. A guisa de encerramento são feitas as considerações finais.

2.1-ATUAÇÃO DAS AGÊNCIAS INTERNACIONAIS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

As agências internacionais de classificação de risco são organizações privadas com atuação global. Em geral são ligadas a instituições financeiras, bancos de investimento e bolsas de valores. Tais empresas coletam informações, processam e ranqueiam diversos instrumentos financeiros classificando o nível de confiança que o mercado pode depositar na capacidade de empresas e países cumprirem as obrigações contratadas. Frise-se que apenas

três dessas agências, Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings, dominam cerca de 94% do mercado.⁹

Nesse contexto de forte concentração de mercado (concorrência imperfeita) e de ausência de regulação internacional para delimitar sua atuação, causa surpresa o fato de que seus pronunciamentos sobre a qualidade do crédito de países ou empresas produzam efeitos tão relevantes a ponto de determinar a qualidade, o preço e as condições do crédito a que esses países ou empresas terão acesso.

Esse quadro se reflete na condução da política macroeconômica dos países bem como na sua capacidade de financiamento de atividades relevantes. Além disso, pode afetar negativamente a garantia e o exercício de direitos por parte de seus cidadãos (mormente dos países em desenvolvimento), cujas economias são muito dependentes da confiança dos mercados internacionais¹⁰.

No mercado financeiro internacional, os países avançados dão o acesso ao crédito por garantido. Do outro lado do espectro, muitos países de baixa renda, atolados em dívidas, não conseguem acesso ao crédito internacional mesmo em situações favoráveis (queda nas taxas internacionais de juros e aumento do comércio entre os países). No que tange às economias emergentes, esse acesso é altamente variável no tempo. Então, para este último grupo de países os *ratings* de risco soberanos são mais críticos (Reinhart, 2002).

As agências de *rating* se inserem nesse contexto ao realizar a coleta e processamento de informações antes das operações. Ao atuar como fornecedoras de informações, "(...) desenvolvem competências específicas e se beneficiam de economias de escala e escopo nas atividades de análise e classificação de riscos de crédito, o que as justifica e viabiliza economicamente", ressaltam Canuto e Santos (2003, p. 8).

A indústria dos *ratings* não é fenômeno recente. Ferri e Stiglitz (1999) asseveram que a agência Moody's publicou seu primeiro *rating* em 1909¹¹. A S&P em 1923. A Fitch-

⁹ HILL (2004) salienta que Moody's e Standard & Poor's detém 80% de participação no mercado, enquanto que Fitch's aproximadamente 14%.

¹⁰ MARTÍNEZ & SANTISO (2003)

¹¹ a Moody's iniciou suas avaliações de títulos emitidos por governos estrangeiros em 1919. O mercado internacional de títulos era intenso no início do século 19, sendo que a Moody's já avaliava títulos emitidos por aproximadamente 50 governos centrais. A demanda por avaliações soberanas caiu com o início da Grande Depressão sendo que após a 2 Guerra Mundial o mercado internacional ficou paralisado vindo a recuperar-se apenas nos anos 70, mas ainda com baixa demanda

IBCA resultou de uma fusão ocorrida em 1997 entre a IBCA (agência inglesa especializada no *rating* de bancos que iniciou suas publicações em 1978) e a Fitch (agência financeira norte-americana cujo primeiro *rating* foi divulgado em 1922).

Ocorre que diferentemente da avaliação de corporações privadas (alvo inicial da maior parte das agências), a avaliação de risco soberano ganhou destaque no final dos anos 80 e início dos anos 90 quando governos com baixa credibilidade encontraram condições favoráveis para emitir débitos no mercado internacional. Esses governos aumentaram a procura pelo mercado norte americano onde *credit ratings* são uma exigência. Conseqüentemente esse aumento da demanda por *sovereign ratings* coincidiu com a tendência de avaliar créditos de baixa qualidade. Dessa forma, antes de 1985 a maioria dos *ratings* iniciais era AAA/Aaa, sendo que nos anos 90 a média era o menor grau possível na categoria *investment grade* BBB-/Baa3.

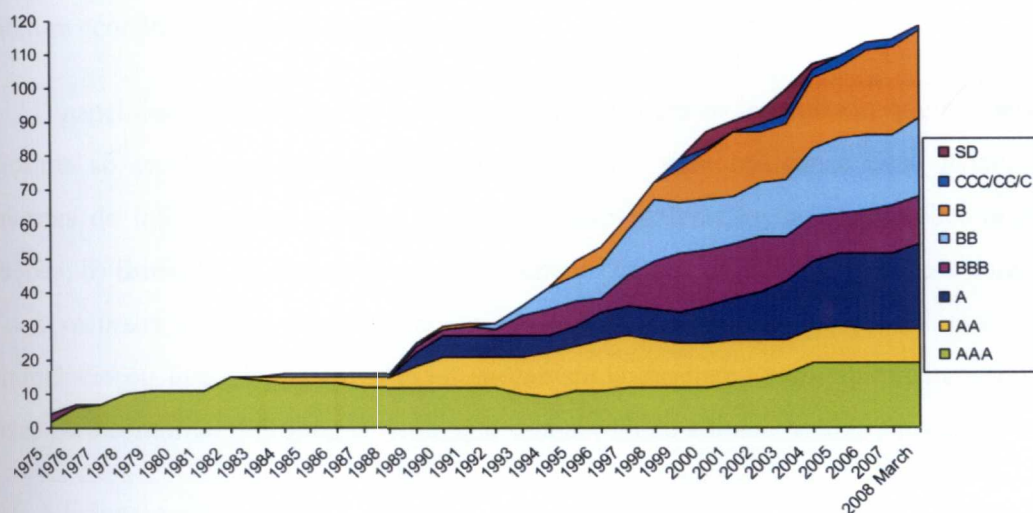


Figura 2 – Número e distribuição das avaliações soberanas (1975-2008)

Fonte: Adaptado a partir de S&P

Característica marcante dessa indústria é seu alto índice de concentração. Isso se deve, em larga medida, à grande economia de escala (exigida para o processamento de um volume enorme de informações) e da necessidade de reputação prévia no mercado em que

atuam. Assim, existem apenas três grandes agências de atividade mundial significativa: as norte americanas Moody's, Standard & Poor's e anglo-americana Fitch-IBCA.

Marwan Elkhoury 2008 classifica as agências em duas categorias: reconhecidas e não reconhecidas¹². As primeiras são reconhecidas por supervisores, em cada país, para fins regulatórios. Esclarece que nos EUA apenas 5 agências, das quais as mais conhecidas são a Moody's e Standard & Poor's, são reconhecidas pela *Security and Exchange Commission (SEC)* e que existe muita disparidade entre elas, "(...) que podem diferir no tamanho e objetivo (geográfico ou setorial) da cobertura". Afirma ainda que as agências se valem de metodologias e definições de *default* distintas, o que dificulta a realização de comparações.

Sua atuação é necessária para a oferta de recursos financeiros não se restrinja às instituições financeiras domésticas que, pela proximidade com seus clientes, detêm expertise própria sobre sua situação financeira. Com isso, governos centrais de outros países e suas empresas domésticas podem ampliar suas possibilidades de captar recursos no mercado internacional. A literatura sobre o tema ressalta que as agências devem ser tornar ainda mais importantes na administração de riscos de créditos soberanos e corporativos na nova arquitetura econômica mundial (globalização).

O papel dessas organizações privadas ganha saliência ao se constatar que as transações financeiras só se desenvolvem quando existem meios para mitigar o peso negativo das assimetrias de informações, a saber: a) coleta e processamento de informações antes das operações; b) firmação de contratos e monitoramento de sua execução de modo a controlar o uso dos recursos e c) o estabelecimento de garantias para reduzir perdas em caso de inadimplência ou falência. Todavia esses mecanismos ensejam custos que nem sempre são eficazes para contornar o problema, tema que será abordado adiante no Capítulo 2.

Adicionalmente, importa ressaltar que essa informação assimétrica existente na negociação de crédito enseja problemas de risco moral e seleção adversa. Frascaroli, Silva e Filho (2009) aduzem que aquele "surge pela incapacidade dos fornecedores de crédito, seja operacional ou por elevados custos, de monitorarem as ações dos tomadores de recursos após o contrato de concessão de crédito". A seleção adversa, "surge da informação assimétrica

¹² A maioria das agências, a exemplo da Economist Intelligence Unit (EIU), Institucional Investor e Euromoney não são reconhecidas.

obtida pelos fornecedores de crédito a respeito dos projetos de investimentos dos tomadores de recursos que serão feitos com recursos emprestados”.

Os *ratings* tem se mostrado, assim, instrumento relevante para o mercado, pois oferecem uma estimativa sobre a probabilidade dos tomadores de empréstimo não cumprirem completamente as obrigações especificadas nos títulos. Ou seja, são uma opinião sobre o perfil de risco de crédito do objeto analisado. Assume-se que quanto maior o *rating*, menor essa probabilidade e vice versa. Como o risco de crédito é um risco sistêmico¹³, o rendimento exigido dos ativos do país é elevado, o que reduz seu preço comparativamente a ativos idênticos emitidos por países desenvolvidos. Assim, emissores com baixas classificações devem pagar taxas de juros mais elevadas – incorporando um maior prêmio de risco – do que tomadores com notas elevadas.

Um risco em particular avaliado pelas agências de *rating* é o risco soberano, “risco de crédito associado a operações de crédito concedido a Estados soberanos” (Canuto e Santos, 2003). Nesse tipo de relação creditícia, os volumes financeiros transacionados são mais elevados e não há instituições que garantam o cumprimento de contratos os riscos na concessão de crédito são mais elevados. Além disso, a capacidade de pagamento e a disposição de pagar dos estados dependem de diversas variáveis macroeconômicas como reservas de divisas, fluxos no balanço de pagamentos, injunções políticas, crescimento econômico, arrecadação tributária, etc. Assim, o exercício de garantias e o monitoramento da execução dos contratos adquirem relevos distintos dos observados nos casos de crédito concedidos a entes privados ou para setores públicos infra-nacionais e não-soberanos.

Nesse contexto, as classificações de risco soberano são críticas na redução das assimetrias por que os estados emissores das dívidas têm necessariamente mais conhecimento sobre sua própria capacidade de pagamento e disposição de pagar do que aqueles que lhes repassam esses recursos.

Bathia (2002) esclarece que ao refletir a natureza singular da autoridade soberana a qual compete tributar, regular, desapropriar e declarar guerra, os governos soberanos normalmente se posicionam no ápice dos *ratings* dentro de sua jurisdição. A rentabilidade de

¹³ Risco que um choque em determinada parte do sistema se espalhe por todo o sistema financeiro ensejando sua quebra em razão dos arranjos institucionais (reação em cadeia)

seus títulos soberanos serve como marco “risco zero” contra o qual são comparados os retornos de outros investimentos domésticos.

Sobre o tema, a Standard & Poor,s, sustenta, *verbis*:

Há diversas maneiras de os riscos soberano e país exercerem impacto direto ou indireto sobre a qualidade de crédito das entidades que operam em uma determinada jurisdição. Os ratings em geral refletem os fatores específicos de risco de um país, os quais podem exercer impacto sobre a capacidade de uma entidade para repagar integral e pontualmente sua dívida. Incluem-se nesses fatores de riscos tanto o risco de intervenção soberana, como o risco de um país impor controles cambiais ou decretar moratória da dívida. Além disso, abrange também os riscos econômico ou país, que se referem ao ambiente econômico, político, social e de negócios, o qual influencia tanto os *ratings* do próprio país quanto àqueles dos emissores ali estabelecidos (Risco Soberano e *Ratings* acima do Soberano, 2001)

Dessa forma, os *ratings* se mostram relevantes não apenas por que a maioria dos emissores de títulos no mercado internacional são governos soberanos, mas também por que essas avaliações afetam os *ratings* de grande número de tomadores de empréstimo da mesma nacionalidade. Corroborando essa assertiva, Cantor e Packer (1995) asseveram que as agências as agências raramente atribuem classificação mais elevada para um município, estado ou corporação do que aquela atribuída ao país onde estão situados:

(...) The agencies generally do not assign ratings to public or private sector issuers that are higher than their home country's sovereign rating; therefore, sovereign ratings influence the ratings given local municipalities, provincial governments, and private companies headquartered within the same country

Releva acentuar, no entanto, que este teto pode ser ultrapassado em situações especiais em que as agências entendem que determinados devedores estão menos vulneráveis ao risco de transferência. A Moody's, por exemplo, flexibilizou sua política de teto soberano a partir de junho de 2001 levando em conta que os governos do Paquistão, Equador, Rússia e Ucrânia - que decretaram moratória da dívida externa - permitiram pagamentos em moeda estrangeira de algumas classes privilegiadas de devedores (Moody's 2001).

Tratam-se, em geral, de corporações com peso significativo na economia nacional e nos mercados de capitais internacionais que obtém recursos por meio de exportações em larga escala, possuem ativos no exterior, fazendo parte de cadeias globais de suprimento e

produção. Ressalte-se que se o cumprimento de suas obrigações, caso impedido, pode piorar ainda mais a situação econômica de determinado país. Em outros casos - em que garantias ou cláusulas contratuais tornam mais seguro determinado título do que a garantia dada pelo patrimônio geral do emissor - a classificação do título também pode superar a classificação do emissor¹⁴.

Saliente-se que existem outros indicadores de risco no mercado financeiro. Além do *rating* soberano, os mais comumente citados pela literatura são o risco país e o spread associado a títulos emitidos por países ou governos centrais. Embora fortemente conectados, cada um apresenta suas especificidades relacionadas ao perfil da operação, capacidade de pagamento do emissor e horizonte de tempo estabelecido considerado na análise.

O conceito de risco-país¹⁵ é mais abrangente. Trata-se de indicador diário construído e disponibilizado pelo banco JP Morgan como referência para a variação de rendimento existente entre uma carteira de títulos de um país e a rentabilidade auferida pelos títulos do Tesouro Americano, referência global para ativos considerados livres de risco. Nos dizeres de Canuto e Santos, (2003), refere-se “ao risco de inadimplência dos demais credores residentes em um país associado a fatores que podem estar sob o controle do governo, mas não estão sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos”.

Obviamente, os conceitos risco soberano e risco país estão intimamente relacionados porquanto uma moratória na dívida soberana tende a impactar negativamente os fluxos de capital para o país além de afetar as dívidas externas privadas em decorrência do princípio do *sovereign ceiling*¹⁶ como foi visto acima.

Outro conceito que deve ser aclarado antes do tópico seguinte é o denominado *default* ou moratória das obrigações soberanas. Bathia (2002) esclarece que o termo é definido originalmente pelas três principais agências como:

¹⁴ Esse foi o caso de uma emissão de US\$ 250 milhões da Aracruz, realizada em 2002, que recebeu uma classificação “AAA” pela Fitch, a melhor possível, enquanto a classificação da própria empresa era “B”, uma das mais baixas. A emissão de 2002 teve garantia incondicional de uma empresa estrangeira (Agência Estado, 07.08.2003). Outras empresas brasileiras conseguiram romper esse teto conseguindo permanecer com a nota *investment grade* acima da atribuição soberana (Standard & Poor’s, 2001).

¹⁵ Esse instrumento também funciona o indicador do fluxo de recursos que migram para a economia de um país. Sinaliza o risco relativo e serve de parâmetro de comparação para conjuntura de curtíssimo prazo. Assim, ao contrário do risco soberano, apresenta grande volatilidade, sobretudo em períodos de turbulência internacional.

¹⁶ Os *ratings* de títulos de uma corporação privada ou banco baseado no país não podem exceder o *rating* de risco soberano daquele país

- *failure to pay a material sum of interest or principal on a debt instrument on its due date or within applicable principal or interest grace periods, as stipulated in the governing debt indenture; or rescheduling, exchange, or other restructuring of a debt instrument conducted in a manner deemed to be coercive, involuntary, and distressed, as determined on a case-by-case basis by each agency.*

Cabe esclarecer que as duas partes dessa definição tratam do “*outright default*” e “*restructuring default*”, que, respectivamente, podem ser traduzidos como moratória completa da dívida e moratória de reestruturação.

2.2-Usos, Tipos de *Ratings* de Risco Soberano e Seus Impactos nas Finanças Internacionais

A ampla maioria dos autores que se dedica ao estudo do tema destaca a expressiva influência das agências de *rating* nos mercados financeiros. Bathia (2002), por exemplo, sustenta que a “ampla e duradoura utilização dos *ratings* da Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch pelos credores privados testemunha sua utilidade”. Ainda em relação a sua importância para os investidores, Bathia (2002) emenda que estes se valem dos *ratings* “*in their price calculations, and in decisions to buy, sell, or hold securities*”.

Haque e Mathieson (1997) ressaltam que essas avaliações tiveram um papel crítico na determinação do volume e do spread dos empréstimos sobre a LIBOR (taxa de juros interbancário em Londres), na qual bancos comerciais emprestaram para países em desenvolvimento nas últimas duas décadas.

O próprio Fundo Monetário Internacional, ratifica que “grandes investidores institucionais, como os fundos de pensão, possuem regras de gestão interna ou seguem determinações de órgãos reguladores que limitam a detenção de ativos classificados como grau de especulação (FMI, 1999)”. Ou seja, tais instrumentos acabam por determinar as prioridades na alocação de recursos do portfólio desses importantes atores do mercado financeiro que são obrigados a observar normas regulatórias domésticas que restringem a possibilidade de *portfólios* composto de ativos considerados arriscados pelas agências (*ratings-based regulations*).

A importância das regulações baseadas nos *ratings* é mais nítida nos EUA e remonta aos idos de 1930. Marwan 2008 relata que tais “regulações afetam não apenas bancos, mas seguradoras, fundos de pensão, fundos mútuos e corretores restringindo ou proibindo a aquisição de títulos com baixos *ratings*”. Acrescenta que “(...) *Regulators have outsourced to CRAs much of the responsibility for assessing debt risk. For investors, ratings are a screening tool that influences the composition of their portfolios as well as their investment decisions*”.

No outro lado do espectro, os emissores de dívida procuram ser avaliados por duas ou mesmo três agências diferentes (pagando por isso), por diversas razões. Na maior parte das vezes buscam um selo de aprovação para incrementar sua base de investidores e diminuir o custo de captação de crédito¹⁷. Esse atestado vem se tornando um diferencial ainda mais importante na quadra atual de aumento crescente do fluxo de capitais e de estagnação da concessão de ajuda financeira internacional.

Corroborando essa assertiva, oportuna a transcrição das considerações de Canuto e Santos (2003), *verbis*:

As agências e suas classificações são hoje um componente importante da dinâmica dos mercados financeiros internacionais. Até os anos 80, o principal fornecedor de crédito externo aos governos era um grupo restrito de grandes bancos internacionais. Hoje, com o uso dos bônus e títulos como principais instrumentos de captação, em substituição aos empréstimos sindicalizados, o conjunto de credores é maior, mais difuso e heterogêneo. A profusão de países que recorrem ao mercado internacional de crédito regularmente, os problemas associados à dificuldade de comparação de dados macroeconômicos, bem como a complexidade e diversidade das economias desses países, tornam a tarefa de avaliação de risco-soberano demasiadamente dispendiosa individualmente para a grande maioria dos investidores (Risco Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes, fls. 13).

Cantor e Packer (1995) aduzem que os governantes geralmente procuram ser avaliados para facilitar o acesso ao mercado internacional de capitais pois os investidores preferem

¹⁷Na quarta-feira 30/04/08 o presidente Lula da Silva – ao discursar no 7º Fórum dos Governadores do Nordeste em Maceió comemorou a decisão da agência Standard & Poor’s (S&P) de elevar a classificação do Brasil dizendo “(...)o Brasil foi declarado um país sério, que tem políticas sérias, que cuida das suas finanças com seriedade e que por isso passamos a ser merecedores de uma confiança internacional que há muito tempo necessitava” (Fonte : http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL449770-9356,00-BRASIL+FOI+CONSIDERADO+PAIS+SERIO+DIZ+LULA.html ,acesso em 17/05/2010).

títulos avaliados (*rated securities*) àqueles não avaliados (*unrated securities*) com risco de crédito aparentemente similar. Anteriormente o interesse desses governos na obtenção dos *ratings* era restrito as obrigações emitidas em moeda estrangeira. Recentemente, com o aumento da procura por títulos emitidos em outras moedas além das moedas globais tradicionais, mais governos soberanos tem obtido *ratings* para títulos emitidos em moeda local¹⁸.

Como já salientado, agentes econômicos usam os *ratings* como substitutos de esforços próprios de coleta e processamento de informações sobre os riscos de investimento em estados soberanos. Isso por que as transações financeiras só se desenvolvem quando existem meios para mitigar o peso negativo das assimetrias de informação. As classificações viabilizam, assim, especialmente operações com títulos de soberanos emergentes que, caso contrário, teriam acesso mais limitado a recursos externos e a custos mais elevados.

Larraín et al (1997) relatam terem encontrado evidências econométricas que mudanças nos *ratings* produzem impacto significativo nos mercados financeiros internacionais. Seus estudos de caso demonstraram que os anúncios produzem efeito altamente significativo quando os títulos são colocados em revisão com *outlook* negativo.

No que tange aos impactos nos mercados financeiros dos países emergentes, Kaminsky e Schmukler (2002) observaram que as mudanças nos *ratings* afetam não apenas os títulos avaliados, mas também o valor das ações negociadas na bolsa de valores. Além disso, concluíram que os efeitos das alterações nas notas de crédito atravessam as fronteiras produzindo efeitos em outros países (*cross-country contagion*) e que essa repercussão é ainda mais forte durante crises econômicas, em economias com baixo grau de transparência e em países vizinhos.

Demais disso, o posicionamento de determinado país emergente como grau especulativo leva a que os bancos comerciais nele baseados sejam classificados abaixo do grau de investimento. Assim, tais instituições financeiras terão mais custos para emitir letras de crédito para importadores e exportadores internos, isolando o país, por consequência, do mercado internacional de capitais.

¹⁸ Cantor e Packer esclarecem que até a data da publicação do seu artigo (1995) os títulos emitidos em moeda estrangeira nunca tiveram nota superior àqueles emitidos em moeda local por que tanto agências como investidores acreditam que a solvabilidade destes últimos é maior por que governantes podem tributar a renda e imprimir moeda.

Por outro lado, as agências de *rating* podem beneficiar essa classe de países de importância crescente no cenário internacional pois têm o potencial de auxiliar na redução de fluxos excessivos de capital privado nos seus mercados (Larraín et al, 1997).

2.3-Processo de Atribuição de *Rating* Soberano

As classificações produzidas pelas agências são franqueadas ao público por meio de listagens divulgadas regularmente pelas agências nos seus respectivos sítios na internet. Cada qual com taxonomia própria, regra geral, variações da escala A, B, C, D. Na concepção da S&P e da Fitch, a melhor classificação possível é “AAA” e a pior “D”. Para a Moody’s, a melhor classificação é “Aaa” e a pior “C”¹⁹. Ressalte-se que a definição dos critérios de avaliação é feita de forma reservada e muitas vezes protegida por direitos de propriedade intelectual²⁰. Além disso, praticamente não há qualquer controle para evitar conflitos de interesse, assegurar transparência e *accountability* no processo.

A despeito de cada empresa possuir sua própria tabela de *ratings* com informações específicas sobre probabilidades de *default*, é possível construir uma relação de equivalência conforme a apresentada por Bathia (2002), reproduzida na Tabela 2.1 abaixo.

As agências de *rating* classificam os países em dois grandes grupos. Aqueles que recebem classificação acima de “BBB-” ou “Baa3” são considerados “grau de investimento”. Abaixo dessa classificação recebem a denominação “grau de especulação”. Dentro de cada um desses dois grandes grupos, são atribuídas notas. Na Fitch e Standard & Poor's a nota mais baixa de todas é a nota D. Na sequência as notas são C, CC, CCC-, CCC, CCC+, B-, B, B+, BB-, BB e BB+ (ordem crescente). A nota mais baixa do grau de investimento é a nota BBB-, seguida de BBB, BBB+, A-, A, A+, AA-, AA, AA+ e AAA. Na Moody's, a nota mais baixa de todas é a C, seguida de Caa, B, Ba, Baa, A, Aa e Aaa (vide Tabela 1.1).

Os comitês das três agências líderes de mercado opinam sobre títulos soberanos emitidos em moeda local ou estrangeira e para obrigações de longo-prazo e de curto-prazo (títulos que vencem em menos de um ano). O entendimento segundo o qual os créditos soberanos atingem melhor classificação em moeda local do que em moeda estrangeira reflete

¹⁹ As agências veiculam as definições de suas classificações na internet (www.moody.com.br; www.standardandpoors.com.br; www.fitchratings.com.br)

²⁰ CHAMPSAUR, Amélie. *The Regulation of Credit Rating Agencies in the U.S. and the E.U.: Recent Initiatives and Proposals*. LL.M. Paper. Harvard Law School. Seminar in International Finance. May 2005. p. 9

a possibilidade de tributação e captação de empréstimos internos em condições favoráveis e, em circunstâncias extremas, a capacidade de reprimir o sistema financeiro doméstico, emitir moeda, etc. (Bathia, 2002).

Os pronunciamentos dizem respeito unicamente a capacidade e disposição do governo central honrar suas dívidas com credores privados. Destarte, não tem relação com créditos bilaterais e de instituições multilaterais como o Banco Mundial e o FMI ou diretamente à probabilidade de inadimplência dos governos subnacionais, empresas estatais ou privadas.

Nesse sentido, oportuna a transcrição das considerações de Canuto e Santos (2003), *verbis*:

(...)no risco-soberano as agências buscam avaliar a capacidade e a disposição de um governo servir integralmente a sua dívida nos prazos e condições acordados com os credores quando da contratação do empréstimo. O resultado desta avaliação é sintetizado em classificações, que são estimativas da probabilidade de um dado governo entrar em moratória, o que significa não apenas a suspensão do pagamento dos juros ou principal da dívida na data de seu vencimento, mas também sua troca ou reestruturação involuntária.

Por meio do indicador denominado *outlook*, as agências divulgam sua opinião sobre a direção provável da classificação de risco de cada governo no médio prazo (um a três anos). Esse indicador pode ser positivo, negativo, estável e em desenvolvimento. No entanto, “esta perspectiva é raramente dada e significa que a modificação da classificação está sujeita a ocorrência ou não de determinado fato” (Canuto e Santos, 2003, p.10).

Quando surge uma possibilidade de mudança no *rating* no curto prazo (próximos 90 dias) as agências podem colocá-lo em uma listagem à parte com possível direção da classificação: em revisão para *upgrade*, revisão para *downgrade* ou indefinido. A Fitch chama sua lista de *RatingAlert*, a S&P de *CreditWatch* e a Moody's de *Watchlist*²¹.

Kaminsky e Schmukler (2002) destacam que as agências elevam ou reduzem a classificação de determinado país quase simultaneamente. Citam como exemplo a redução da

²¹ Kaminsky e Sérgio L. Schmukler (2002) alertam que grande parte de mudanças no *outlook* são seguidas por mudanças no *rating*. Para ilustrar dizem que entre 1990 e 2000, 78% das mudanças no S&P *outlook* foram seguidas por mudanças nos *ratings*. Na Moody's isso ocorreu em 69% dos casos e na Fitch em 50%.

avaliação dos países do leste asiático imediatamente após o início da crise em julho de 1997 e a elevação desses mesmos países depois que a crise arrefeceu.

Quadro 1 Transposição Linear - Escala de Classificação de Risco

S&P	Fitch	Moody's	Escala Numérica
<i>Grau de Investimento</i>			
AAA	AAA	Aaa	1
AA+	AA+	Aa1	2
AA	AA	Aa2	3
AA-	AA-	Aa3	4
A+	A+	A1	5
A	A	A2	6
A-	A-	A3	7
BBB+	BBB+	Baa1	8
BBB	BBB	Baa2	9
BBB-	BBB-	Baa3	10
<i>Grau de Especulação</i>			
BB+	BB+	Ba1	11
BB	BB	Ba2	12
BB-	BB-	Ba3	13
B+	B+	B1	14
B	B	B2	15
B-	B-	B3	16
CCC+	CCC+	Caa1	17
CCC	CCC	Caa2	18
CCC-	CCC-	Caa3	19
CC	CC	--	20
C	C	--	21
SD ¹	DDD ³	Ca ⁴	22
D ²	DD	C	23
--	D	--	24

Fontes: Bathia (2002), Moodys, Standard and Poor's e Fitch.

1. Moratória parcial.

2. Moratória.

3. Moratória. As classificações de obrigações nesta categoria são baseadas na possibilidade de recuperação parcial ou total do empréstimo. Uma vez que a expectativa de recuperação dos montantes são estritamente especulativos e não podem ser estimados com precisão, as seguintes estimativas servem como diretriz: a classificação "DDD" representa o maior potencial de recuperação dos montantes investidos em títulos inadimplentes, de 90% a 100% do principal e juros; o "DD" indica que a probabilidade de recuperação é entre 50% e 90%; e o "D" a menor possibilidade de recuperação, por exemplo, inferior a 50%.

4. Os soberanos classificados como Ca e C geralmente encontram-se em moratória, oferecem pouca segurança financeira e a probabilidade de recuperação integral do principal por parte dos investidores é muito baixa.

(--) Não aplicável.

Existem diferenças entre os significados dos indicadores de cada agência. O indicador da S&P busca refletir apenas a probabilidade de moratória. Não faz menção a sua gravidade, amplitude ou valor esperado de recuperação do principal. As classificações da Moody's buscam demonstrar a perda esperada "*expected loss*", função da probabilidade de *default* como taxa de recuperação depois de sua ocorrência "*expected recovery rate*". Incorporam tanto a incerteza e a probabilidade inadimplência, quanto uma expectativa de recuperação em

caso de um eventual default. Já os *ratings* da Fitch são híbridos, focando na probabilidade de moratória até sua ocorrência e, a partir de então, diferenciando segundo a margem esperada de retorno “*basis of expected recovery*” (Fitch, 1998 e Bathia, 2002).

AAA - Instituições políticas consolidadas, alto grau de abertura comercial e financeira, uso eficiente dos recursos. Estabilidade macroeconômica e ambiente propício para investimentos.

AA - Características semelhantes aos países AAA somadas a leve exposição a eventos externos. Déficit fiscal mais variável. Ônus da dívida pública são maiores. Reformas no sistema previdenciário são grande desafio.

A - Presença de vulnerabilidades decorrentes do grau de desenvolvimento do país. Necessidade de reformas das instituições políticas. Em geral, países com desenvolvimento econômico rápido e com pouca experiência de liberalização.

BBB – Menor classificação dentro da categoria grau de investimento. Relativa a países com processo de liberalização e desenvolvimento bastante recente. Renda per capita em torno de \$5.000. Mercado de capitais ainda pouco desenvolvido.

BB - Última categoria do grau de especulação. Alto grau de risco político influencia na condução da política econômica. Entre baixa a média renda. Restrições ao crescimento econômico. Recessões econômicas produzem reflexos no setor financeiro. Mercado de capitais com desenvolvimento recente.

B - Fatores políticos geram incertezas no ambiente econômico. Ortodoxia na condução da política econômica não estabelecida. Setor privado dependente de políticas protecionistas do governo. Setor financeiro incipiente. Dívidas de curto prazo em moeda estrangeira.

CCC – Indicativo de risco eminente de moratória das obrigações financeiras. Histórico de falta de pagamentos para credores de acordos bilaterais, com renegociação no clube de Paris. Turbulência econômica e/ou política. Inflação crescente e câmbio enfraquecido com. Ônus elevados da dívida de curto prazo. SD O nível de "Selective Default" é utilizado em situações de falta de pagamento ou imposição de termos de renegociação de dívidas.

SD - O nível de "Selective Default" é utilizado em situações de falta de pagamento ou imposição de termos para renegociação de dívidas.

Figura 3 – Principais características econômicas e políticas utilizadas pela agência S&P na definição do *Rating* Soberano, conforme descrição apresentada em S&P (2003)

Neste ponto, cabe esclarecer que o mercado financeiro internacional em geral, e as agências em particular, convencionaram que os títulos do governo norte americano constituem referência global de títulos livre de risco, *global risk free benchmark* (Bathia,

2002). A remuneração adicional exigida dos títulos dos soberanos emergentes em relação aos títulos do governo dos EUA serve para compensar o risco mais elevado dos títulos da dívida pública destes últimos.

Ainda sobre a sistemática de atribuição de *rating*, Canuto e Santos (2003), salientam que é um processo padronizado. Resulta de uma análise dividida por categorias, cada qual sopesada em relação aos aspectos positivos e negativos de outros países. Em geral, decompõe-se em três fases: a) avaliação de conjuntura; b) quantificação dos fatores avaliados, mesmo que qualitativos, por meio de um “modelo de pontuação” e c) decisão da classificação por votação em um comitê com base na análise das informações levantadas em (a) e (b).

Para colher as informações sobre a conjuntura do país as agências realizam visitas que ocorrem numa frequência de 6 a 24 meses, dependendo da volatilidade da economia e da relevância do país. Nessas ocasiões são realizadas consultas com os dirigentes do Banco Central responsáveis pela política monetária e ministros da área econômica para solicitar dados oficiais sobre a política fiscal e monetária em curso. Como contraponto a visão oficial, os representantes dos setores privados da economia (financeiro e não financeiro), imprensa, centros acadêmicos e oposição política (caso seja possível) também são contatados.

Na seqüência, o(s) analista(s) elabora(am) um relatório com dados macroeconômicos, projeções e a recomendação de classificação. Este documento é distribuído aos integrantes de um comitê, principal instância nessas organizações. Cada parâmetro é discutido e avaliado pelos integrantes antes de ser pontuado por votação. Ao final é divulgado relatório com a visão majoritária.

Essa classificação é revista periodicamente, mas quando ocorre um evento inesperado o analista-chefe pode convocar uma reunião extraordinária que pode levar ou não a alterações no *rating*. Bathia (2002), aduz que os analistas são alertados a cultivar uma visão prospectiva, focando em possíveis rupturas entre o registro histórico e tendências futuras.

As agências alegam que suas classificações não visam prever a suspensão dos pagamentos. Seriam apenas indicadores de risco relativo. Em outras palavras, meras opiniões sobre a probabilidade de moratória das obrigações. Não constituem, assim, a seu ver, uma

recomendação para comprar, vender ou segurar um título. Também não dizem respeito a adequação de um investimento para determinado investidor.

Traduzindo a perspectiva das próprias agências sobre o alcance de suas atribuições de risco, Canuto e Santos, 2003 aduzem que “o fato de uma empresa ser classificada como Aa não significa que esta necessariamente permanecerá adimplente, mas apenas que isto tende a acontecer mais freqüentemente ao longo do tempo do que no caso das empresas de classificações inferiores”.

2.4-Determinantes Macroeconômicos da Classificação do Risco Soberano

Identificar a relação entre os critérios adotados pelas agências e o *rating* efetivamente atribuído revela-se tarefa difícil porque alguns desses critérios não são quantificáveis. Além disso, as agências fornecem poucas orientações sobre os pesos relativos atribuídos aos fatores considerados relevantes na determinação das classificações. Limitam-se a enumerar, nos seus pronunciamentos oficiais, fatores econômicos, sociais e políticos que servem de base para seus *ratings* de risco soberano.

Conseqüentemente, alguns estudiosos buscaram identificar e estimar econometricamente os critérios quantitativos determinantes dos *ratings* para mercados avançados e emergentes. Cantor e Packer (1996)²² - precursores nessa linha de pesquisa com o trabalho *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings* - utilizaram regressões analíticas para medir a importância relativa de oito variáveis repetidamente citadas como determinantes dos *ratings* de risco soberano. Concluíram que um pequeno número de variáveis explica mais de 90% da variação nos *ratings* soberanos²³, *verbis*:

(...)The model's ability to predict large differences in ratings is impressive(...). A regression of the average of Moody's and Standard and Poor's ratings against our set of eight variables explains more than 90 percent of the sample variation (Cantor e Packer 1996, p. 05)

²²Desde a década de 80, outros autores, como Eaton & Gersovitz (1981), Feder & Uy (1985), Grossman & Huyck (1988) e Cosset & Roy (1991), investigaram o relacionamento de variáveis econômicas e da dívida soberana com *ratings* e *spread* soberanos, mas os estudos realizados por Cantor e Packer consolidaram-se como referência no assunto.

²³ Estudos desenvolvidos por Haque et al. (1996,1997); Reisen e von Maltzan (1999); Juttner and McCarthy (2000) e Bathia (2002), vieram a corroborar tal conclusão.

Essas variáveis são renda per capita, crescimento do PIB, inflação, equilíbrio fiscal, equilíbrio das contas externas, endividamento externo, grau de desenvolvimento econômico e histórico de *default*.

Cantor e Packer alertam que, dos fatores individuais, renda per capita, crescimento do PIB, inflação, endividamento externo e os indicadores de desenvolvimento econômico e histórico de *default* são sinalizações antecipatórias e estatisticamente significantes. Já os coeficientes de equilíbrio fiscal e da conta corrente são estatisticamente insignificantes e de sinalizações inesperadas.

Quando se trata de países emergentes, duas outras variáveis afetam negativamente os *ratings* independentemente dos fundamentos internos da economia: o aumento da taxa internacional de juros e a estrutura das importações e seu grau de concentração (Haque et al; 1996,1997).

Political risk

- Stability and legitimacy of political institutions;
- Popular participation in political processes;
- Orderliness of leadership successions;
- Transparency in economic policy decisions and objectives;
- Public security; and
- Geopolitical risk.

Income and economic structure

- Prosperity, diversity and degree to which economy is market-oriented;
- Income disparities;
- Effectiveness of financial sector in intermediating funds availability of credit;
- Competitiveness and profitability of non-financial private sector;
- Efficiency of public sector;
- Protectionism and other non-market influences; and
- Labour flexibility.

Economic growth prospects

- Size and composition of savings and investment; and
- Rate and pattern of economic growth.

Fiscal flexibility

- General government revenue, expenditure, and surplus/deficit trends;
- Revenue-raising flexibility and efficiency;
- Expenditure effectiveness and pressures;
- Timeliness, coverage and transparency in reporting; and
- Pension obligations.

General government burden

- General government gross and net (of assets) debt as a per cent of GDP;
- Share of revenue devoted to interest;
- Currency composition and maturity profile; and
- Depth and breadth of local capital markets.

Offshore and contingent liabilities

- Size and health of NFPEs; and
- Robustness of financial sector.

Monetary flexibility

- Price behaviour in economic cycles;
- Money and credit expansion;
- Compatibility of exchange rate regime and monetary goals;
- Institutional factors such as central bank independence; and
- Range and efficiency of monetary goals.

External liquidity

- Impact of fiscal and monetary policies on external accounts;
- Structure of the current account;
- Composition of capital flows; and
- Reserve adequacy.

External debt burden

- Gross and net external debt, including deposits and structured debt;
- Maturity profile, currency composition, and sensitivity to interest rate changes;
- Access to concessional lending; and
- Debt service burden.

Figura 4 - Standard and Poor's sovereign ratings methodology profile

Fonte: Standard and Poor's (October 2006). *Sovereign Credit Ratings: A Primer*.

Nota: NFPEs: Non-Financial Public Sector Enterprises.

A despeito desse relativo consenso sobre o conjunto de variáveis econômicas que influenciam as avaliações realizadas, resultados empíricos obtidos por Nadeem Ul Haque, Donald Mathielson and Nelson Mark (1997) sugerem que existem diferenças significativas na importância relativa atribuída por cada agência²⁴ aos fatores econômicos específicos, *litteris*: “*there are significant differences in the relative importance attached to individual economic factors*”.

Ademais, os diversos modelos desenvolvidos na tentativa de identificar e ponderar critérios relativos determinantes não são capazes de explicar todas as variações nos *ratings* entre os países por que fatores qualitativos sociais e considerações políticas também consistem variáveis relevantes (Cantor e Packer, 1996). Exemplo disso é a Figura 5 abaixo, com os fatores de risco e principais considerações sobre a evolução da economia associados à análise de risco de crédito soberano realizada pela agência Fitch Rating.

²⁴ A Moody's, por exemplo, atribui mais peso ao endividamento externo e menos peso ao histórico de *default* como fator negativo do que a Standard & Poor's. Ademais disso, a Moody's atribui menos peso a renda per capita como fator positivo (Cantor e Packer, 1996).

Fatores de Risco	Principais avaliações com efeito sobre a economia
Demografia	São considerados fatores demográficos como a taxa de crescimento, expectativa de vida, mortalidade infantil e medidas de qualidade da educação.
Estrutura de Produção e Comércio	Procura investigar o impacto de setores produtivos no PIB, níveis de consumo de componentes de custo como derivados do petróleo, nível de dependência de importação de matérias primas.
Contas Nacionais	Evolução e perspectivas dos principais componentes de Demanda interna sobre o PIB (Gastos do governo, Formação Bruta de Capital Fixo, Exportações, Importações e Consumo das famílias).
Restrições de Crescimento de médio prazo	Acompanhamento da tendência de crescimento da economia, evolução da taxa natural de desemprego, Nível de capacidade instalada e hiato do produto.
Política comercial e de investimento estrangeiro	Análise das principais medidas de controle de importação (Quotas, Tarifas e Barreiras não tarifárias) dos principais setores, política de proteção da indústria, evolução e perspectiva do IED (Investimento Estrangeiro Direto).
Ativos e Passivos Externos	Nível de Reservas do Banco Central, razão entre reservas e nível de importação (avaliado em meses de cobertura das importações), ativos externos do setor público (Créditos e Empréstimos como credor e tomador), composição e maturação da dívida de curto e longo prazo,
Risco Político	Papel das principais instituições do país e seu relacionamento sobre as decisões econômicas, avaliação dos partidos políticos e da base aliada do governo, Currículo dos principais agentes da política econômica.
Mercado de Trabalho	Avaliação do mercado de trabalho sob aspecto do tamanho e distribuição da População Economicamente Ativa, nível de desemprego e níveis salariais.
Balanco de Pagamentos	Análise da evolução da balança de transações correntes com destaque para a exportação e importação de bens e serviços e da composição da pauta de exportação em relação a países de mesma expressão no cenário internacional.
Política Macroeconômica	Tendência de crescimento e evolução de indicadores de inflação, Nível de Independência do Banco Central, nível de pressões cambiais, Resultado Fiscal, Taxa de Juros.
Setor Financeiro e Bancário	Avaliação da Política de crédito das instituições financeiras, nível de regulação do setor, nível de acesso e de desenvolvimento do mercado de capitais.
Posição Internacional	São considerados os aspectos da Política Externa, participação em organismos internacionais, relacionamento com países vizinhos e também União Européia, Estados Unidos e Japão.

Figura 5 - Fatores de risco e principais considerações sobre a evolução da economia associados à análise de risco de crédito soberano

Fonte: Fitch Rating

A partir das evidências empíricas e considerações teóricas das obras consultadas - mormente dos trabalhos desenvolvidos por Cantor e Packer (1996) -, elaborou-se um quadro demonstrativo da relação entre cada variável econômica e a dinâmica de classificação dos *ratings*. Adicionalmente, são apresentados dados estatísticos destes indicadores

macroeconômicos obtidos junto à agência Fitch para um conjunto de 102 países agrupados por nível de *rating*.

a) **renda per capita:** A renda per capita é considerada um excelente indicador do nível geral de desenvolvimento econômico e institucional de um país pois governos de países ricos tem mais capacidade de implementação de políticas austeras em períodos de dificuldades. As dívidas públicas, choques econômicos e déficits fiscais elevados são melhor administrados. Em geral são avaliados como de baixo risco. Abaixo a Figura 6 que mostra a distribuição do PIB per Capita médio, em dólares, para os países participantes do subgrupo de *rating*.

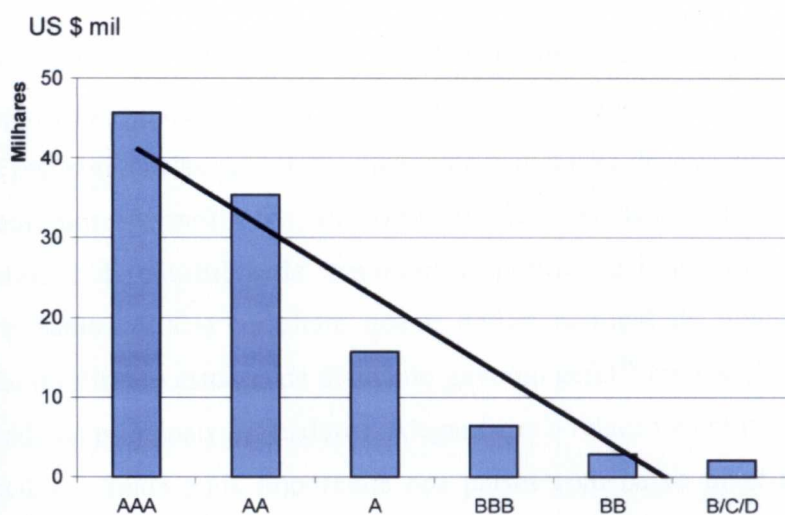


Figura 6 - Renda per capita

Fonte: Adaptado a partir de Fitch

b) **crescimento do pib per capita**²⁵: uma alta taxa relativa de crescimento econômico sugere que o débito daquele país será quitado mais facilmente ao longo do tempo. Variável indicativa da qualidade de implementação da política monetária e da posição do país dentro do ciclo econômico. Abaixo Figura 7 relativo à distribuição da taxa percentual de Crescimento do PIB para os países participantes do conjunto selecionado.

²⁵ Todos os países que registraram uma renda per capita abaixo de cinco mil dólares, em 2002, fazem parte da categoria “grau de especulação” mas nem sempre títulos da dívida de governos de países de renda baixa são considerados investimentos arriscados. A China, por exemplo, cujo pib per capita encontra-se abaixo de mil reais, é avaliada como grau de investimento (Canuto e Santos 2003, fls. 28)

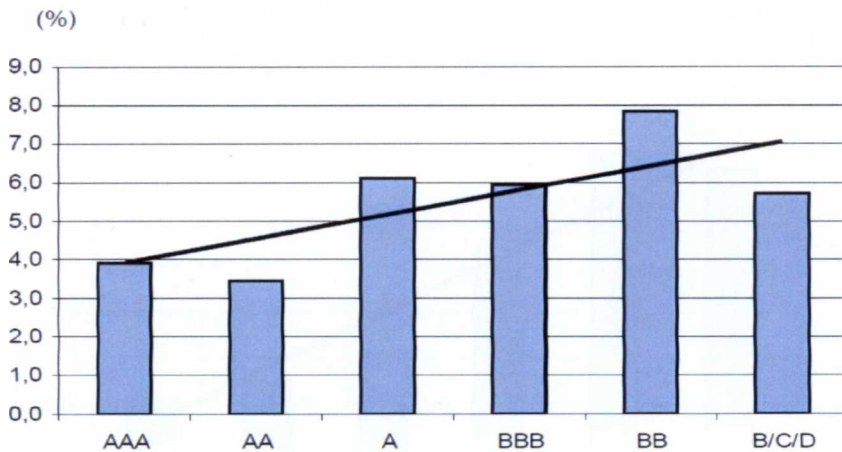


Figura 7 - Taxa de crescimento do pib per capita

Fonte: Adaptado a partir de Fitch

- c) **Inflação:** alta taxa de inflação indica problemas estruturais nas finanças do governo. Insatisfação da sociedade com as taxas de inflação pode levar a instabilidade política. Assim, é percebida pelas agências, juntamente com a taxa de crescimento da renda per capita como um dos melhores termômetros da consistência das políticas fiscal e monetária, da estabilidade financeira, política e institucional de um país. Canuto e Santos (2003) ressaltam que o déficit nominal do governo geral como proporção do PIB e o estoque da dívida do governo geral²⁶ em relação às suas receitas como sendo os principais indicadores. Alegam que a relação entre o estoque da dívida e as receitas é ainda mais importante nos países com baixo nível de dívida e que mesmo assim apresentam dificuldades em honrar seus compromissos pois suas receitas não são condizentes ao perfil de gastos. Abaixo Figura 8 retratando a distribuição da média dos índices de preços ao consumidor para os países participantes do subgrupo considerado.

²⁶ Governo geral: governo federal, dos Estados e dos Municípios.

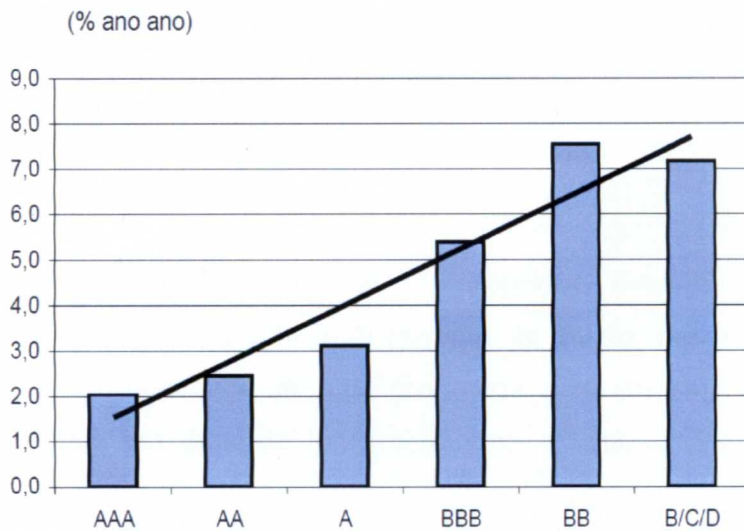


Figura 8 – Índice de Preços ao Consumidor

Fonte: Fonte: Adaptado a partir de Fitch

- d) **Balço das Contas Externas:** um grande déficit nas contas correntes indica que o setores público e privado, conjuntamente, dependem fortemente de financiamento externo. Déficits persistentes em conta corrente resultam em crescimento da dívida externa, o que pode levar a uma situação insustentável ao longo do tempo. Além disso, fica mais vulnerável a flutuações internacionais.
- e) **Dívida Externa:** uma alta dívida externa em relação a sua capacidade de gerar divisas torna mais oneroso o serviço dessa dívida, elevando o risco de inadimplência. Esse risco aumenta quando se considera o endividamento em moeda estrangeira. Abaixo Figura 9 apresentando a dívida externa líquida como percentual do PIB para os países selecionados.

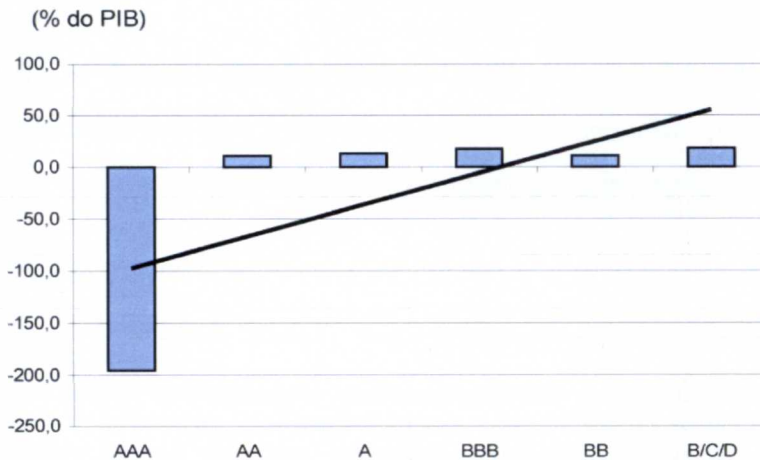


Figura 9 - Dívida Externa Líquida

Fonte: Adaptado a partir de Fitch

- f) **Desenvolvimento Econômico:** a partir do momento que os países atingem determinada renda per capita ou nível de desenvolvimento, tornam-se menos suscetíveis de incorrer em default.
- g) **Grau de Abertura da Economia**²⁷: é sopesado durante o processo de classificação por que impacta a disposição de pagar dos países. Os custos econômicos e financeiros de uma moratória para um país são diretamente proporcionais a seu grau de integração com o exterior (S&P, 1998).
- h) **Histórico de defaults** : um país que incorreu em default de suas obrigações no passado recente é amplamente percebido como de alto risco de crédito. Não existe consenso sobre o período necessário para que um histórico de default seja absorvido pelos agentes do mercado. Sabe-se, no entanto, que a reputação do país fica abalada por longo período mesmo em caso de alteração positiva nos indicadores econômicos. Mas por que o histórico de moratórias importa tanto? Reinhart, Rogoff e Savastano (2003), asseveram que isso se deve a diversas razões. Uma é a inevitável inércia das instituições (a implementação de reformas estruturais leva tempo). Sob essa perspectiva, histórico de inflação e *defaults* são interpretados como sintomas de falhas institucionais mais profundas, *verbis*: “*Under this interpretation, inflation history and past defaults should best be seen as symptoms of deeper institutional failings*”. Adicionalmente, crises passadas podem ser capazes, por si próprias, de produzir efeitos maléficos nas instituições enfraquecendo o sistema financeiro, minando a capacidade de aumento da carga tributária e de crescimento sustentado da economia.
- i) **Indicadores Sociais:** Estudos recentes sobre a composição dos determinantes do *rating* soberano passaram a incorporar variáveis econômicas que refletem medidas de bem estar social e político. São avaliados avanços sociais e nas instituições dos países.

²⁷ Nos países onde existe uma política de abertura comercial, as indústrias são mais competitivas e voltadas para o mercado externo. Nos protecionistas, essas indústrias tendem a ser ineficientes e a privilegiar o mercado doméstico, o que prejudica a geração de divisas e a capacidade de serviço da dívida externa Fitch (1998).

Em síntese, constata-se que alta renda per capita está relacionada à *ratings* elevados. Baixa taxa de inflação e baixo nível de endividamento externo também estão permanentemente relacionados a avaliações elevadas. Um alto nível de desenvolvimento econômico, entendido como alto nível de industrialização, aumenta consideravelmente a probabilidade de *ratings* Aa/AA. Por outro lado, como fator negativo, qualquer histórico de default limita os *ratings* soberanos a classificação Baa/BBB ou abaixo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo verificou-se que os *ratings* soberanos funcionam como um substituto de diversos indicadores macroeconômicos oferecendo uma indicação da probabilidade de moratória ou atraso de pagamento por parte de um país: A lógica subjacente a sua existência é a solução de problemas de assimetria de informação entre tomador e o conessor do crédito no âmbito do sistema financeiro internacional.

A dificuldade para avaliar o risco soberano é bem conhecida (especialmente daqueles países classificados abaixo do grau de investimento). Cantor e Packer (1996) asseveram que apesar dessa dificuldade - e talvez devido a ela - os *ratings* são valorizados pelo mercado, *verbis*:

(...)although the agencies' ratings have a largely predictable component, they also appear to provide the market with information about non-investment-grade sovereigns that goes beyond that available in public data. The difficulty in measuring sovereign risk, especially for below-investment-grade borrowers, is well known. Despite this difficulty—and perhaps because of it—sovereign credit ratings appear to be valued by the market in pricing issues(...).

Saliente-se, outrossim, que embora sejam bastante previsíveis, os *ratings* são valorados por suprir o mercado financeiro com informações adicionais em relação aquelas disponíveis nos bancos de dados oficiais. Demais disso, observou-se que os fundamentos da economia desempenham um papel decisivo na determinação do *credit rating* de um país em desenvolvimento e que os países tendem a manter seu *rating* no tempo a menos que algum fato positivo ou negativo ocorra. Posto isto, passaremos ao estudo dos aspectos adversos das avaliações soberanas analisando às principais críticas que recaem sobre a indústria.

CAPÍTULO 3 - ASPECTOS ADVERSOS DAS AVALIAÇÕES

No capítulo anterior verificou-se que as agências de *rating* atuam como fornecedoras de uma mercadoria que é o processamento de informações. Constatou-se que as mesmas são decisivas para que a oferta de recursos financeiros não se restrinja às instituições financeiras domésticas. Ainda, que sua influência tem aumentado significativamente em função do aumento do fluxo de capitais e da estagnação da concessão de ajuda financeira internacional.

A princípio essas organizações atuariam independentemente de qualquer interesse, seja por parte de governos ou de empresas privadas. Isso lhes permitiria ter como princípios a independência, objetividade, credibilidade e liberdade de divulgação de avaliações com relação à qualidade de crédito dos emitentes e emissões de dívida (Standard & Poor's, 2002).

Ocorre que *ratings* mais baixos do que o esperado não raro suscitam indagações sobre sua consistência, racionalidade e clareza. De ver-se que recentemente, na crise da zona do euro²⁸, diversos líderes europeus acusaram as agências líderes de exarcebar os problemas da economia grega. Além disso, Moody's, Standard & Poor's e Fitch foram ameaçadas com imposição de multas e a criação de uma nova agência européia, com suporte estatal, para aumentar a competição no setor, reporta o jornal *The Times*²⁹.

Nesse contexto, o presente Capítulo discorre acerca dos aspectos adversos da indústria de *ratings*. O Tópico 3.1 analisa a subjetividade inerente ao processo de avaliação. Destaca a falta de clareza sobre os critérios utilizados, limitações de análise e variação da importância relativa atribuída aos fatores políticos e econômicos entre as agências. Em seguida, o Tópico 3.2 avança sobre as divergências de opiniões entre as agências. Apresenta dados quantitativos reveladores de elevado grau de dissenso nas avaliações. Posteriormente, o Tópico 3.3 discute a questionável fidedignidade dos *ratings* a partir de exemplos de falhas na previsão crises financeiras. Apresenta, outrossim, o conceito de *rating failure* cunhado por Bathia (2002) e reflexões sobre as possíveis razões desses equívocos. O Tópico 3.4 examina o denominado comportamento pro-cíclico das agências e seus efeitos adversos sobre o mercado.

²⁸Reação ao realinhamento do *rating* da Grécia para grau especulativo e o rebaixamento da classificação dos títulos soberanos de Portugal e Espanha

²⁹ Europe launches credit ratings offensive, 03 de Junho de 2010, disponível em http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article7142915.ece, acesso em 23/06/2010

Demais disso, discorre sobre suas possíveis causas. Ao final, o Tópico 3.5 aponta alguns conflitos de interesses que podem afetar a independência e a objetividade das análises.

3.1- SUBJETIVIDADE NO PROCESSO DE AVALIAÇÃO GERAL DOS PAÍSES

As próprias agências afirmam que suas atribuições se baseiam em análises das conjunturas econômica, social e política dos países (Moody's 1991; Moody's 1995; Standard and Poor's 1994). Além disso, "(...) envolvem julgamento não só das variáveis macroeconômicas internas e externas no presente, mas também das perspectivas das mesmas para o futuro" (Fracaroli et al, 2009). Forçoso reconhecer que os *ratings* constituem, assim, opiniões com elevado grau de subjetividade e dependentes de muitos elementos imponderáveis, como se verá a seguir.

Diversos autores, a exemplo de Fracaroli et al (2009), chamam a atenção para o fato de que os critérios utilizados pelas agências nem sempre são claros. Ressaltam, ainda, que inexistem um padrão sobre as determinantes adotadas e tampouco das ponderações atribuídas a cada determinante (compostas de uma combinação de elementos quantitativos e qualitativos).

Acrescente-se que não há uma fórmula exata para se combinar os escores ao se determinar os *ratings*. As variáveis analíticas são inter-relacionadas e os pesos não são fixos, nem entre os diversos governos soberanos nem ao longo do tempo (Standard & Poor's, 2004). Uma pesquisa conduzida pelo próprio FMI revelou que as classificações não são o resultado de algum modelo estatístico específico que determine quantitativamente a probabilidade de moratória (FMI, 1999).

Corroborando tal assertiva, Marwan Elkhoury (2008, p.4), pontua, "(...) *There is a large dose of judgement in the committees final ratings*". Esclarece que as agências dão poucas orientações sobre o processo de atribuição de peso a cada fator apesar de explicitarem as variáveis consideradas na determinação dos *ratings*. Conclui que "(...) *Identifying the relationship between the CRAs' criteria and actual ratings is difficult, in part because some of the criteria used are neither quantitative nor quantifiable but qualitative*".

Bathia (2002), ao descrever os elementos discricionários do processo de avaliação os quais denomina de caixa preta da metodologia dos *ratings*, ressalta que na ausência de testes

estatísticos robustos o *rating* de risco soberano permanece um conceito relativamente subjetivo. A limitada capacidade de previsão do comportamento da economia e dos eventos políticos torna a classificação de risco soberano uma tarefa que não se amolda a modelos padronizados.

Outro ponto que denota enorme subjetividade no processo de avaliação geral de um país diz respeito a sensível variação da importância relativa atribuída aos fatores políticos entre as agências³⁰. Haque et al (1998), ressaltam o risco envolvido na incorporação de variáveis relacionadas a eventos políticos de natureza diversa na análise econométrica, dada sua difícil mensuração:

In terms of the political variables, the rating agencies appear to follow different variables. The Institutional Investors seems to be factoring in (with a correct sign and statistically significant) purges, government crises and coups. Euromoney, on the other hand, regards revolutions and strikes as significant factors, while the Economist Intelligence Unit seems to react only to government crises. The political variables all measure fairly discreet events and the size of their coefficient in each case seems to indicate that their impact on the rating is fairly sizable

Além dos dificultadores supracitados, a avaliação sobre a disposição a pagar introduz ainda mais subjetividade tornando os modelos questionáveis para a avaliação de risco soberano. Nesse sentido as considerações de Canuto e Santos (2003), *verbis*:

A avaliação de risco-soberano deve julgar não apenas a **capacidade de pagar** dos governos, mas principalmente sua **disposição a pagar**. Isso inevitavelmente introduz certo grau de subjetividade na análise, tornando-a mais complexa e difícil do que a avaliação de risco das empresas. A disposição a pagar pode ser bastante reduzida devido à falta de um mecanismo explícito para garantir o cumprimento integral dos termos acordados quando contratada a dívida. Não há, por exemplo, uma entidade supranacional capaz de resolver, em tempo razoável, os contenciosos entre governos e credores e há uma grande dificuldade para credores imporem sanções diretas no caso de inadimplência. Isto decorre do princípio do direito internacional da imunidade dos estados soberanos, segundo o qual as propriedades, tanto físicas quanto financeiras, dos governos não estão sujeitas a jurisdição de um segundo governo estrangeiro (Canuto e Santos, 2003, p. 21).

³⁰ Haque ET AL citam como exemplo a disparidade entre os pesos atribuídos aos fatores políticos pela agência Euromoney (15%) e pela agência Economic Intelligence Unit (40%)

Finalmente, em relação à subjetividade no cotejamento das variáveis econômicas, Haque et al (1997), encontraram resultados empíricos que revelam diferenças significativas na importância relativa atribuída a esses fatores nas fontes estudadas³¹: “*there are significant differences in the relative importance attached to individual economic factors*”. À guisa de conclusão, são incisivos quanto a grande relevância do julgamento individual dos analistas “*(...)a fair amount of subjective judgment goes into the final evaluation*”.

Rating agencies: criteria for assessing country risk	
Rating agency	Criteria for ratings
Institutional Investor	Information provided by 75–100 leading banks that grade each country on a scale of 0–100, with 100 representing least chance of default. Individual responses are weighted using a formula that gives more importance to responses from banks with greater worldwide exposure. Criteria used by the individual banks are not specified.
Euromoney	Assessment based on three main indicators: Analytical indicators (40 percent): Political risk (15 percent) Economic risk (10 percent) Economic indicators (15 percent) (debt service/exports, external debt/GNP, balance of payments/GNP) Credit indicators (20 percent) Payment record (15 percent) Rescheduling (5 percent) Market indicators (40 percent) Access to bond markets (15 percent) Sell-down on short-term paper (10 percent) Access to discount available on forfeiting (15 percent)
Economist Intelligence Unit	Medium-term lending risk (45 percent) Total external debt/GDP, total debt-service ratio, interest-payment ratio, current account/GDP, savings/investment ratio, arrears on international bank loans, recourse to IMF credit, and the degree of reliance on a single export. Political and policy risk (40 percent) Short-term trade risk (15 percent)

Figura 10 - Diferenças nos critérios de julgamento do risco país

Fonte: Haque, Mathieson e Mark (1997)

3.2-DIVERGÊNCIAS DE OPINIÕES NAS AVALIAÇÕES SOBERANAS ENTRE AS AGÊNCIAS E ENTRE AS AGÊNCIAS E O MERCADO

³¹ Institucional Investor, Euromoney e Economist Intelligence Unit

Outro aspecto que relativiza a confiabilidade das avaliações diz respeito ao alto grau de dissenso observado nas atribuições das diversas agências. As pesquisas desenvolvidas por Cantor e Packer (1995), demonstraram que essas divergências são muito comuns³². No caso das avaliações *below investment grade*, as divergências entre Moody's e Standard e Poor's são muito mais frequentes para títulos soberanos em relação a títulos corporativos.

Ao comparar a frequência de consenso entre a Moody's e Standard and Poor's nas avaliações soberanas e corporativas (Quadro 2 reproduzida abaixo), Cantor e Packer ressaltam que é possível obter uma idéia mais precisa da predominância da divergência nas avaliações.

Quadro 2

Comparing Sovereign Foreign Currency Ratings and U.S. Corporate Bond Ratings

Broad Rating Categories	Share of Total		Rated Same by Moody's and Standard and Poor's	
	Sovereigns (Percent)	Corporates (Percent)	Sovereigns (Percent)	Corporates (Percent)
AA/Aa or above	44	12	67	53
Other investment grade	27	48	56	36
Below investment grade	29	40	29	41

Sources: Standard and Poor's; Moody's Investors Service.

Note: The sample consists of 48 sovereigns rated jointly by Moody's and Standard and Poor's as of June 9, 1995, and 1,168 corporations rated jointly by Moody's and Standard and Poor's as of year-end 1993.

Especificamente em relação à faixa grau especulativo, as agências atribuem notas idênticas 41% das vezes para corporações e apenas 29% das vezes para estados soberanos. Por outro lado, as avaliações soberanas das duas agências são sempre idênticas na área alto grau de investimento (EUA, Reino Unido, Japão e Alemanha). As duas agências concordam 67% das vezes sobre as notas AA/aa e AAA/Aaa, enquanto concordam apenas 53% das vezes sobre as avaliações corporativas nessa faixa.

³² Cantor e Parker relatam que a Moody's e Standard and Poor's frequentemente discordam sobre avaliações soberanas realizadas. Citam como exemplo o caso da nota de crédito atribuída ao México por essas agências antes da crise financeira pela qual passou esse país. Standard and Poor's era mais consideravelmente mais otimista que a Moody's em 1994, concedendo ao México nota BB+ com um *outlook* positivo para *upgrade*, enquanto a Moody's classificava as obrigações do México como Ba.

Para Cantor e Packer (1995), isso se deve à grande incerteza na mensuração desse tipo de risco. Alegam que essa incerteza é compreensível na medida em que as avaliações soberanas são um fenômeno recente sendo que a falta de experiência das agências nessa área contribuiria para esse fato.

Powell e Martínez (2008) observaram, de maneira semelhante, que em relação às economias emergentes cerca de 50% dos *ratings* de risco soberano das agências Standard & Poor's e Moody's sugerem divergência. Ou seja, tais agências divergem tanto quanto concordam.

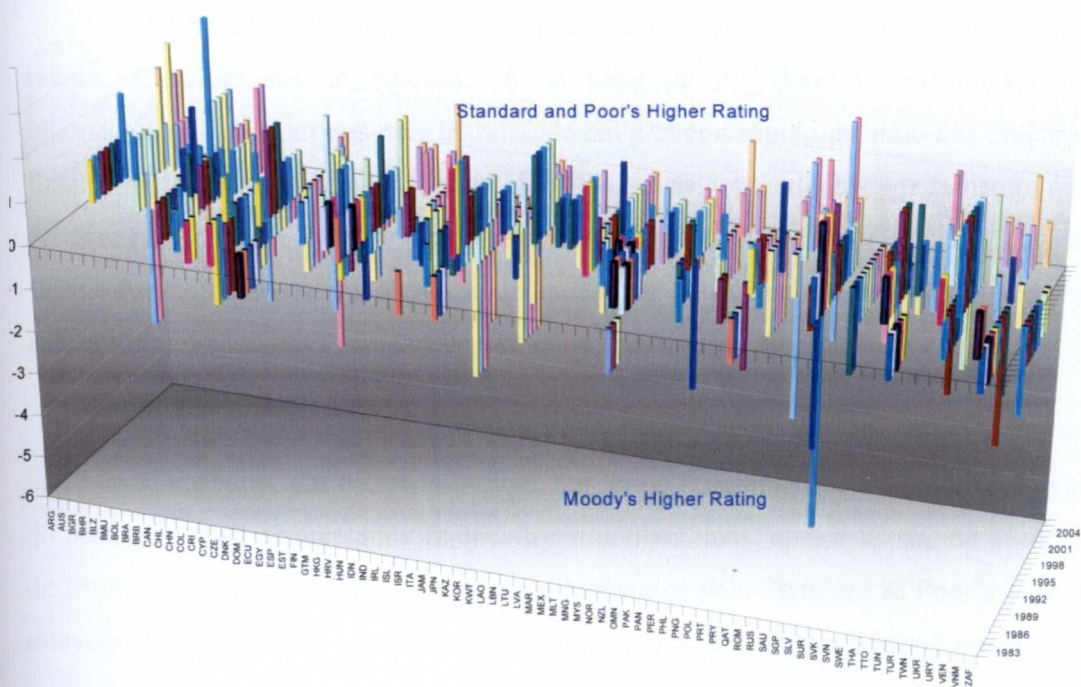


Figura 11 – Divergências nos *Ratings*

Fonte: Powell e Martínez 2008

Para complicar ainda mais esse quadro, o exame das preferências de mercado em relação a determinadas emissões de débitos soberanos indica que a comunidade de investidores, além de discordar das agências, são ainda mais pessimistas. Cantor e Packer (1995), pontuam que investidores “*not only frequently disagrees with the agencies over the rank-ordering of credit risks, but also shows considerably more pessimism in its absolute assessment of the level of credit risk in the sovereign sector*”.

Dessa forma, embora os *ratings* de risco soberano ajudem os emissores de dívidas a obterem acesso ao mercado internacional de títulos, o mercado demonstra receber essas avaliações com certo ceticismo ao valorar/precificar títulos.

3.3 – DAS FALHAS NAS ATRIBUIÇÕES

Assume-se que se as agências usarem todas as informações disponíveis sobre fundamentos econômicos para formar suas decisões, as avaliações de risco soberano seriam capazes de ajudar a antecipar moratórias e prever crises monetárias. Assim, a situação dos fundamentos macroeconômicos seria capturada por um único indicador: os *ratings*.

Ocorre que, na prática, isso nem sempre acontece, como comprovam inúmeros relatos de falhas nas atribuições. Já na crise de 29, diversas instituições financeiras internacionais culpavam-nas pela inabilidade em prever o rápido declínio nos preços de papéis financeiros. Mais recentemente foram alvo de críticas contundentes por falharem na previsão da crise mexicana de 94/95 e da Crise do Leste Asiático de 1997 (BIS, 1998; FMI³³, 1998; World Bank, 1998). Além disso, foram acusadas de exarcebá-las rebaixando o *rating* dos países em meio à agitação financeira (cf. efeito pro-cíclico, Item 3.4).

A Crise Mexicana de 94/95 revelou que as agências estavam reagindo aos eventos ao invés de se antecipar aos mesmos. Afinal, em 20 de dezembro de 1994 a forte desvalorização do peso assustava os mercados financeiros mundiais, mas, apesar disso, até 22 de dezembro de 1994 os *ratings* para débitos soberanos atribuídos pela Standard & Poor's para o México estavam apenas um degrau abaixo do *investment grade* com um *outlook* positivo. Esse fato mostrou que as agências estavam se limitando a seguir a percepção do mercado. A partir de então a acuracidade dos *ratings* atribuídos aos países em desenvolvimento começou a ser objeto de fortes questionamentos.

Posteriormente, outro evento veio a revelar fragilidades adicionais dos *ratings*. A crise asiática de 1997-1998, também não antecipada, expôs as falhas das atribuições baseadas exclusivamente nos fundamentos macroeconômicos subestimando a importância passivo

³³ O FMI ressaltou que as agências reagiram tarde quando rebaixaram o *rating* dos países asiáticos (Capital Markets Report, September 1998. Box 2.13, p. 52)

contingente e da liquidez internacional. Marwan Elkhoury (2008)³⁴, aduz que essa falha (e também a falta de previsão das quebras da Enron, Worldcom e Parmalat), levantou questionamentos sobre o processo de determinação dos *ratings*, falta de *accountability*, suscitando, inclusive, investigações por parte de congressistas americanos.

Ferri, Liu e Stiglitz (1999), aduzem que antes dessa crise os *ratings* reais atribuídos às quatro economias asiáticas de alto crescimento era muito superior aquilo que seus fundamentos econômicos indicavam. Além disso, após a crise, caíram drasticamente, sugerindo exageros³⁵. Observadores externos tiveram a impressão que as agências julgavam haver um colapso generalizado nessas economias.

Para agravar a situação, diversos autores relatam uma mudança de postura das agências, que se tornaram mais conservadoras de modo a se recuperarem dos prejuízos causados pelos erros e reconstruir sua própria reputação. Esse quadro ensejou aumento do custo para captação de empréstimos no exterior e praticamente eliminou o suprimento internacional de linhas de crédito. É que, como ressaltado anteriormente, *ratings* mais baixos levam a um racionamento quantitativo de investidores institucionais e/ou ao aumento da remuneração extra exigida para compensar os riscos envolvidos na aquisição desses títulos.

As próprias agências reconheceram publicamente seus erros de avaliação na crise asiática. Tanto a Fitch³⁶, no pronunciamento “*After Asia: some lessons of the crisis*” (1998), quanto a Moody’s, em “*Outlining the major factors of country risk*” (Truglia, 1998), ressaltaram a importância das dívidas de curto prazo associadas a empréstimo em moeda estrangeira. Lições da crise foram absorvidas. Modelos foram alterados passando a dar mais relevância à liquidez internacional, “*(...)with old indicators such as import cover almost completely replaced by new ratios of reserves to residual-maturity short-term debt, reserves to financing gaps, and reserves to money supply*” (Bathia, 2002).

³⁴ Marwan (2008) informa que a criação da *watchlist* pela Moody’s e do *outlook* pela Standard & Poor’s se deu como resposta às críticas sobre suas falhas. Com isso, buscaram aliviar a tensão entre acuracidade e estabilidade fornecendo alertas sobre a possibilidade de mudanças em suas atribuições de *rating*

³⁵ Ferri, Liu e Stiglitz (1999) alegam que de acordo com os modelos pré e pós crise, a Coreia e/ou Tailândia nunca deveriam ter sido classificadas como grau especulativo.

³⁶ A agência também destacou outros fatores que não observados oportunamente tais como endividamento externo (soberano e privado), transparência nas políticas e dados, regime de câmbio e nível de habilidade dos gestores públicos para lidar com a crise.

Quadro 3-Alteração no modelo da S&P, 97 versus 2002

April 1997

- 1.Political Stability
- 2.Economical Prospects I:Structure
- 3.Economical Prospects II:Growth
- 4.Fiscal Flexibility I: budgetary flexibility
- 5.Fiscal Fiscal Flexibility II: public debt
- 6.Price stability
- 7.External Flexibility I:Bop flexibility
- 8.External Flexibility II:external debt

April 2002

- 1.Political Stability
- 2.Economical Prospects I:Structure
- 3.Economical Prospects II:Growth
- 4.Fiscal Flexibility I:revenue,expenditure
And balance performance
- 5.Fiscal Fiscal Flexibility II: debt and
Interest burdens
6. Fiscal Flexibility III:off-budget and
contingent liabilities
- 7.Monetary stability
8. External Flexibility I:liquidity
- 9.External flexibility II: public sector
non external debt
- 10.External flexibility III:bank and private
sector non external debt

Fonte: Bathia (2002)

Especificamente em relação às economias emergentes e outras menos desenvolvidas, parte do problema pode estar relacionado ao baixo investimento na coleta e processamento de informações. Sabe-se que as agências têm bom histórico em antecipar a probabilidade de *default* nos países avançados, onde atuam há muito tempo. Por outro lado, foram censuradas em razão da falhas na antecipação de grandes crises financeiras como a mexicana e asiática nas quais realizaram *downgrades* tardios e desproporcionais aos seus fundamentos econômicos.

Na teoria o mecanismo de preservação da reputação deveria induzi-las a buscar um nível ótimo de investimento na coleta e processamento de informações para aprimorar a precisão dos *ratings*. Ocorre que a estrutura monopolista da indústria dificulta o funcionamento desse mecanismo. A presença de poucos atores globais ³⁷ enseja dois problemas. O primeiro diz respeito à possibilidade das agências extraírem renda dos emissores de títulos. O segundo refere-se à forte influência que exercem sobre o mercado, o que pode levá-las a investir pouco na coleta de informações em especial quando se trata de países menos desenvolvidos.

Assim, deveriam ser concedidos incentivos para induzir as agências a aumentar seu esforço nos países menos desenvolvidos que, em geral, apresentam grau de opacidade

³⁷ Apenas três atores globais (Moody's, Standard & Poor e Fitch) dominam o mercado.

mais elevado. Do contrário, a distorção derivada do mencionado subinvestimento³⁸ pode se traduzir num obstáculo ao acesso aos mercados financeiros mundiais.

Mas quando se pode afirmar ter havido falha nos *ratings*? Bathia (2002)³⁹, alega que na falta de uma medida confiável a melhor opção é mensurar as falhas com base na estabilidade dos *ratings*. Referido autor propugna haver falha quando a classificação é alterada para cima ou para baixo em três ou mais posições em um intervalo de 12 meses. A partir dessa definição, observa-se que a Moody's e a Standard & Poor's realmente falharam durante a crise asiática, sendo que a Standard & Poor's também falhou durante a crise Russa e Argentina e que a Moody's falhou em relação a Rússia mas não quanto a crise Argentina como se pode constatar na figura reproduzida abaixo.

Faiure	Failed rating (and date) ²	Corrected rating (and date) ²	Notches adjusted ³	Key factor
S&P				
1997: Thailand	A (3 Sep. 1997)	BBB- (8 Jan. 1998)	4↓ (0.97)	Evaporation of reserves
1997: Indonesia	BBB (10 Oct. 1997)	B- (11 Mar. 1998)	7↓ (1.40)	Collapse of asset quality
1997: Rep. of Korea	AA- (24 Oct. 1997)	B+ (22 Dec. 1997)	10↓ (5.26)	Evaporation of reserves
1997: Malaysia	A+ (23 Dec. 1997)	BBB- (15 Sep. 1998)	5↓ (0.57)	Collapse of asset quality
1998: Rep. of Korea	B+ (18 Feb. 1998)	BBB- (25 Jan. 1999)	4↑ (0.36)	Reserves replenishment
1998: Romania	BB- (20 May 1998)	B- (19 Oct. 1998)	3↓ (0.61)	Evaporation of reserves
1998: Russian Federation	BB- (9 June 1998)	B- (13 Aug. 1998)	3↓ (1.43)	Evaporation of reserves
2000: Argentina	BB (14 Nov. 2000)	B- (12 July 2001)	4↓ (0.50)	Fiscal slippage
2002: Uruguay	BBB- (14 Feb. 2002)	B (26 July 2002)	5↓ (0.94)	Evaporation of reserves
Moody's				
1997: Thailand	A2 (8 Apr. 1997)	Ba1 (21 Dec. 1997)	5↓ (0.68)	Evaporation of reserves
1997: Rep. of Korea	A1 (27 Nov. 1997)	Ba1 (21 Dec. 1997)	6↓ (7.83)	Evaporation of reserves
1997: Indonesia	Baa3 (21 Dec. 1997)	B3 (20 Mar. 1998)	6↓ (2.05)	Collapse of asset quality
1997: Malaysia	A1 (21 Dec. 1997)	Baa2 (14 Sep. 1998)	4↓ (0.46)	Collapse of asset quality
1998: Russian Federation	Ba2 (11 Mar. 1998)	B3 (21 Aug. 1998)	4↓ (0.75)	Evaporation of reserves
1998: Moldova	Ba2 (14 July 1998)	B2 (14 July 1998)	3↓ (90.00)	Evaporation of reserves
1998: Romania	Ba3 (14 Sep. 1998)	B3 (6 Nov. 1998)	3↓ (1.76)	Evaporation of reserves
2002: Uruguay	Baa3 (3 May 2002)	B3 (31 July 2002)	6↓ (2.07)	Evaporation of reserves

Figura 12 - Sovereign ratings failure statistics (1997–2002)

Fonte: Bathia (2002)

Bathia (2002) salienta, no entanto, que o debate sobre as falhas subestima a importância de questões de ordem microeconômica no processo dos *ratings* (distorções). Seguindo essa linha, indica diversas causas para as falhas: *information risk*, *analytical constraints*, *revenues bias* e outros problemas de incentivo relacionados abaixo:

³⁸ Estudos de Ferri (2004), abrangendo países não pertencentes e pertencentes à OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) constataram subinvestimento naqueles soberanos não pertencentes à OCDE e relativo subinvestimento nas corporações não situadas em países membros da OCDE em comparação ao investimento realizado nas empresas situadas em países membros dessa organização.

³⁹ Bathia (2002) relata que mesmo tendo sido observada uma redução nas falhas, esse continua um problema recorrente. Cita como exemplo os múltiplos *downgrades* do Uruguai que era classificado como grau de investimento pela Standard & Poor's Moody's e até fevereiro e maio de 2002, respectivamente, antes de ser rebaixado a grau especulativo ao final de julho

- **Risco Informacional**⁴⁰: principal problema enfrentado pelas agências na concepção de Bathia (2002). A maior parte dos dados macroeconômicos são coletados diretamente nos soberanos avaliados e posteriormente confrontados com dados obtidos de entidades multilaterais como o FMI e o BIS (*Bank for International Settlements*). Há ainda problemas relacionados ao baixo nível de transparência (especialmente quanto ao equilíbrio fiscal e setor externo) e poucas informações financeiras atualizadas relativas aos entes subnacionais.
- **Restrições Analíticas**: como visam lucro, as agências buscam manter uma operação enxuta, o que resulta em reduzido número de analistas⁴¹. Isso pode resultar numa prática denominada *piggybacking*, na qual os analistas, sigilosamente, confiam nas pesquisas produzidas pelo FMI, meios acadêmicos, bancos de investimento ou em publicações de outras agências para ficarem a par dos acontecimentos.
- **Viés da receita**: a estrutura enviesada de incentivos das agências resulta numa dependência excessiva das taxas pagas pelos emissores de dívidas. Como as informações produzidas são disponibilizadas gratuitamente, praticamente não há arrecadação de recursos financeiros dos usuários finais dos *ratings*.
- **Metodologia**: análises anteriores a crise asiática priorizavam indicadores macroeconômicos (também conhecidos como fundamentos), subestimando a importância do passivo contingente e da liquidez internacional.

Outra crítica importante que recai sobre as agências diz respeito a sua lentidão em alterar as classificações ante mudanças na conjuntura econômica. Conseqüentemente, em momentos de crise nos mercados financeiros, os agentes passam a monitorar as variáveis macroeconômicas no tempo e deixam em segundo plano as informações contidas nos *ratings*⁴². Assim:

⁴⁰ *Information Risk* no original. Bathia(2002) afirma ser consenso que essas inadequações foram a principal causa da enorme falha dos *ratings* relativos aos países asiáticos por ocasião da crise de 97-98.

⁴¹ *Analytical Constraints* no original. Bathia (2002) relata S&P mantinha apenas 20 analistas, baseados em NY, Londres e Cingapura, responsáveis por 93 países

⁴² Citam como exemplo a recente crise norte-americana na qual os agentes perceberam a inabilidade das agências em prever os comportamentos dos mercados e tentam captar mais informações contemporâneas à respeito das economias envolvidas em processos de ajustamento

eficácia do objetivo do rating seria gravemente prejudicada, pois se as agências de *rating* se propõem a avaliar a condição futura de pagamento de um emitente de dívida, e esta é realizada após a mudança de percepção do mercado, os agentes não mais se apoiariam no *rating* como uma informação fidedigna de tal condição futura de pagamento de um emitente de dívida (Frascaroli et al, 2009, pg. 08)

3.4-COMPORTAMENTO PRO-CÍCLICO AGRAVADOR DE COLAPSOS FINANCEIROS

Em regra, países com baixas classificações tendem a sofrer rebaixamentos, enquanto aqueles com classificações mais elevadas experimentam estabilidade ou elevações no *rating*. Trata-se do denominado efeito pro-cíclico. Ferri, Liu e Stiglitz (1999), salientam que isso se deve ao enorme poder que essas organizações têm de influenciar as expectativas do mercado sobre determinado país, afetando decisões de investidores e minando, por consequência, seus fundamentos macroeconômicos. À medida que estes fundamentos se deterioram, os *ratings* também tendem a declinar, tornando-se uma profecia auto-realizável.

Gize-se que justamente para países emergentes⁴³, tomadores líquidos de recursos, as agências demonstram comportamento mais severo, no sentido de, freqüentemente, penalizá-los com *downgrades* mesmo que seus fundamentos macroeconômicos estejam estáveis. Lado outro, em economias com *ratings* de risco soberano mais elevados, isso não acontece. Nota-se que, ao contrário, tais economias experimentam atribuições crescentes (Fracaroli et all, 2009).

Com efeito, resultados dos estudos levados a termo por Kaminsky e Schmukler (2002) refletem tal comportamento pro-cíclico na medida em que *upgrades* tendem a ocorrer durante altas do mercado enquanto *downgrades* nas baixas. Esse quadro contribui para a instabilidade nos mercados financeiros especialmente dos países emergentes ao amplificar o

⁴³ A repercussão desse comportamento pro cíclico costuma ser mais forte nos mercados emergentes, onde problemas de informação assimétrica e transparências são mais graves.

padrão de altos e baixos do mercado de capitais⁴⁴, *verbis*“(...)Rating agencies provide bad news in bad times and good news in good times, reinforcing investor’s expectations”.

Nessa linha o posicionamento esposado por Reinhart (2001), para quem as agências, ao invés de orientar, estariam sendo guiadas pelo mercado, *verbis*

far from being leading indicators of crises, rating changes are lagging indicator of financial collapses. In contrast, the aftermath of rating changes in uneventful, with sovereign bond yield spreads and stock spreads remaining largely unchanged after announcements and both spreads maintaining the gains or losses observed in the days preceding the rating changes

Embora haja mais de uma explicação para esse padrão de comportamento pro-cíclico, acredita-se que este esteja relacionado a defesa de reputação. Como as agências dependem do seu capital reputacional, é provável que seus retornos piorem quando esse é diminuído. Assim, ao falharem na previsão da emergência de uma crise, tornam-se conservadoras na tentativa de reconstruir sua reputação. De maneira similar, naqueles períodos de expansão da economia nos quais seu capital reputacional provavelmente é mais alto, não precisam se preocupar tanto com a reputação e podem adotar comportamentos menos conservadores, com atribuições de *rating* mais condescendentes.

Exemplo recente desse fenômeno de comportamento pro-cíclico com efeitos devastadores ocorreu no meses de agosto e setembro de 2007, quando explodiu a bolha do mercado imobiliário americano. Durante muito tempo hipotecas foram utilizadas para a estruturação de produtos financeiros. Esses ativos, adquiridos por investidores e fundos privados, eram denominados obrigações de dívida colateralizada (*collateralized-debt obligations*). Como se tratavam de produtos relativamente novos, sua atratividade para o mercado dependia de que fossem percebidos como investimentos seguros, no que participação das agências de *rating* foi decisiva para que tais produtos pudessem conseguir a confiança dos investidores⁴⁵. As agências, trabalhando em associação com as instituições financeiras, auxiliaram na estruturação de operações que pudessem obter notas altas na avaliação de

⁴⁴ *Boom and bust*, na expressão inglesa. Durante o boom, elevar os *ratings* reforçaria as expectativas otimistas e estimularia influxos excessivos de capital. Durante o *bust*, a redução dos *ratings* poderia adicionar pânico entre os investidores, expulsando dinheiro do país e aumentando os níveis de *spread*.

⁴⁵ BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *The Role of Ratings in Structured Finance*. BIS, 2007. p. 22.

riscos. Essas notas altas fizeram com esses ativos se tornassem populares, passando a compor a carteira de diversos investidores (Mulcahey, 2007).

Com a desaceleração do mercado imobiliário americano, a partir de meados de 2007, houve uma inadimplência generalizada, o que deflagrou um processo de quebras em cadeia. Muito rapidamente disseminou-se a percepção de que os papéis não possuíam o grau de segurança que as agências divulgavam e que a qualidade do crédito garantido era inferior à avaliação. A queda no valor desses papéis causou problemas a bancos e fundos de investimento ao redor de todo o mundo, atingindo países distantes como Alemanha e a Austrália⁴⁶.

No que tange ao Brasil, embora muitos estudos já tenham sido realizados sobre as avaliações de *rating* soberano, poucos estudos focaram especificamente seus impactos no mercado acionário e no mercado de títulos públicos muito porque o histórico de *ratings* soberanos do país ainda é reduzido, conforme apresentado nas tabelas a seguir.

Quadro 4 – Histórico de rating do Brasil S&P

Brazil's Sovereign Ratings History

	<i>Local currency</i>	<i>Foreign currency</i>
30 April, 2008	BBB+/Stable/A-2	BBB-/Stable/A-3
16 May, 2007	BBB/Positive/A-3	BB+/Positive/B
22 Nov., 2006	BB+/Positive/B	BB/Positive/B
28 Feb., 2006	BB+/Stable/B	BB/Stable/B
8 Nov., 2005	BB/Positive/B	BB-/Positive/B
17 Sep., 2004	BB/Stable/B	BB-/Stable/B
11 Dec., 2003	BB/Stable/B	B+/Positive/B
29 April, 2003	BB/Stable/B	B+/Stable/B
2 July, 2002	BB/Negative/B	B+/Negative/B
9 Aug., 2001	BB+/Negative/B	BB-/Negative/B
3 Jan., 2001	BB+/Stable/B	BB-/Stable/B

Fonte: Standard & Poor's

⁴⁶ WALL STREET JOURNAL ONLINE. *How Rating Firms' Call Fueled the Subprime Mess.*(http://online.wsj.com/article/SB118714461352698015.html?mod=hpp_us_whats_news).

Quadro 5 - Histórico de ratings do Brasil Fitch

Histórico do Rating Soberano do Brasil

Data	IDR em Moeda Estrangeira (ME)		IDR em Moeda Local (ML)	Teto País
	Longo Prazo	Curto Prazo		
28 Jun 2010	BBB-	F3	BBB-	BBB
12 Mai 2009	BBB-	F3	BBB-	BBB
10 Nov 2008	BBB-	F3	BBB-	BBB
29 Mai 2008	BBB-	F3	BBB-	BBB
10 Mai 2007	BB+	B	BB+	BBB-
05 Fev 2007	BB	B	BB	BB+
17 Ago 2006				BB+
28 Jun 2006	BB	B	BB	BB
14 Dez 2005	BB-	B	BB-	
11 Out 2005	BB-	B	BB-	
11 Jul 2005	BB-	B	BB-	
28 Set 2004	BB-	B	BB-	BB-
17 Jun 2004				B+
06 Nov 2003	B+		B+	
03 Jun 2003	B		B	
10 Mar 2003	B		B	
21 Out 2002	B	B	B	
01 Ago 2002	B+	B	B+	
20 Jun 2002	B+	B	B+	
28 Fev 2002	BB-	B	B+	
17 Jul 2001	BB-		B+	
08 Mai 2001	BB-	B	B+	
21 Set 2000	BB-	B	B+	
19 Mai 2000	BB-	B	B+	
22 Fev 2000	B+	B	B+	
26 Jan 1999	B	B	B	
03 Dez 1997	B+	B	BB-	
26 Out 1995	B+	B		
01 Dez 1994	B+			

Fonte: Fitch Ratings

Uma das raras exceções é a pesquisa realizada por Renata Machado (2005) no qual foram analisados os impactos de mudanças nos *ratings* soberanos do Brasil nos preços dos títulos da dívida externa brasileira, os chamados *Brady Bonds*. Adicionalmente, a autora buscou identificar ainda se as agências Moody's e a Standard & Poors, conseguiram, no período analisado, municiar o mercado brasileiro com novas informações ou se apenas reagiram a acontecimentos já conhecidos pelo mercado.

Nesse estudo foram avaliadas as séries históricas dos *ratings* soberanos atribuídos pelas principais agências Moody's e Standard & Poors, como variáveis independentes, e as séries históricas dos *spreads* (prêmio) do *c-bond*, medidos em *basis points*, e calculado pela diferença entre os juros pagos pelo título e os pagos pelos títulos do tesouro norte-americano (*treasury bonds*). Renata Machado (2005) esclarece que o mercado financeiro mede o rendimento dos títulos pelos *spreads*, de forma que, quanto maior o *spread* que o título paga sobre o *treasury*, maior o risco que os investidores estão atribuindo ao Brasil. Dessa forma, os *Brady Bonds* são considerados um dos melhores “termômetros” da confiança dos investidores no país no curto prazo. Sua análise limitou-se a 1997 até o segundo semestre de 2004.

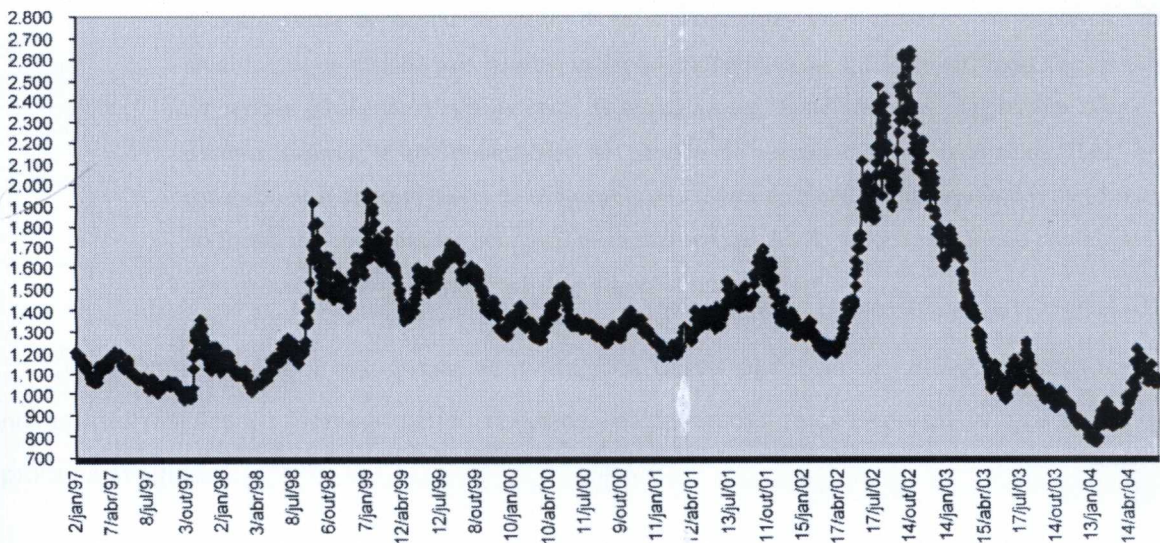


Figura 13 – *Spreads do C-Bond*

Fonte: Renata Machado (2005)

As análises de regressão simples realizadas para a Standard & Poors e Moody's indicaram variações expressivas nos *spreads* do c-bond para cada alteração no *rating* soberano do Brasil (45,1 *basis points* para a Moody's e 76,1 *basis points* para a Standard & Poors). Através dos testes de hipótese realizados, Machado concluiu que o *rating* soberano é útil para a predição do comportamento do c-bond, ao nível de significância de 0,05. Seu estudo do comportamento do *spread* do c-bond em duas diferentes janelas de tempo apresentou aos resultados transcritos a seguir:

Através da primeira janela de tempo utilizada, considerando o período de 21 dias úteis anteriores e 21 dias úteis posteriores, conclui-se que: (i) para os casos de downgrade ou piora nas perspectivas de risco do país – nove eventos no total – apenas três não apresentaram aumentos expressivos nos *spreads* no período posterior ao anúncio; (ii) para os casos de upgrade ou melhora nas perspectivas de risco – oito no total – apenas em dois casos não foram constatadas reduções nas médias e medianas dos *spreads* no período pós anúncio. No entanto, as mudanças observadas no período posterior ao anúncio foram menos expressivas para os casos de upgrade ou melhora nas perspectivas do que nos casos de downgrade ou piora das perspectivas. Mas em ambos os casos, as análises gráficas sobre o comportamento dos *spreads* demonstram que o mercado já começa a antecipar alterações dos ratings alguns dias anteriores ao anúncio, podendo indicar que o mercado já antevê o anúncio da alteração da avaliação do risco do país.

A outra janela de tempo utilizada, de três meses antes e três meses após o anúncio da modificação da nota do país, revelou variações expressivas nas médias e medianas dos spreads no período pós-anúncio para os casos de rebaixamento. Essas variações chegaram a atingir o patamar superior a 700 pontos-base no período de nervosismo pré-eleitoral de 2002. No entanto, a análise desta janela de tempo para os eventos de melhoras nas avaliações de 65 risco do Brasil, indicou reduções bem mais modestas nos spreads do c-bond no período pós-anúncio, nem mesmo sendo observadas em dois desses eventos.

Assim, conclui a autora que as avaliações destas agências de *rating* parecem trazer novas informações ao mercado sendo refletida em patamares mais expressivos nos casos de piora na avaliação.

3.5- POTENCIAIS CONFLITOS DE INTERESSES

Cabe ressaltar que no início de suas atividades, a principal receita das agências de *rating* originava-se dos pagamentos das assinaturas pelos serviços prestados⁴⁷. Após a popularização das cópias reprográficas e de outros recursos eletrônicos, ficou praticamente impossível para as agências controlar a disseminação dos seus informes no mercado. Assim, as agências alteraram seu modelo de negócio e sua receita passou a se originar dos entes avaliados. A *Moody's*, por exemplo, estima que os honorários pagos por emissores constituam 90% de sua receita (Hill, 2004).

Smith e Walter (*apud* Hill, 2004), argumentam que essa estrutura de negócios na qual emissores remuneram as agências pelas atribuições enseja potencial conflitos de interesse. Isso por que as agências podem tender a conceder classificações mais elevadas com receio de perda de clientela.

No relatório *Report of Analyst Conflict of Interests*, publicado em 2003, a IOSCO⁴⁸ destacou potenciais conflitos de interesses que podem afetar a desejável independência e objetividade das análises, *verbis*: “*Conflict of interests may arise when a rating agency offers consulting or other advisory services to issuers it rates since issuers could be unduly pressured to purchase advisory services in return for an improved rating*”.

⁴⁷ Clientes pagavam as assinaturas e recebiam relatórios

⁴⁸ International Organization of Securities Commission

O relatório precitado chama atenção para a prática do *notching*, estratégia questionável que consiste em rebaixar classificação de emissores ainda não avaliados, quando a agência não foi chamada a fazê-lo, de modo a induzir a contratação de seus serviços e o conseqüente pagamento de taxas. Com efeito, *ratings* não solicitados têm potencial de causar o surgimento de conflitos de interesses, pois serão baseados em informações públicas disponíveis. Quando solicitado, o emissor do título fornece informações para agência e paga as taxas.

Nesse contexto, a IOSCO publicou seu código de conduta profissional com as seguintes recomendações: “(i) *the credit rating, a CRA assigns to an issuer or security should not be affected by the existence of a potential business relationship between the CRA (or its affiliates); and (ii) the issuer (or its affiliates) or any other party, or the non-existence of such a relationship*”. Tais princípios foram, inclusive, integrados aos códigos de conduta profissional da Moody’s e Standard and Poor’s.

Visando a diminuição do grau de opacidade dessa indústria, A IOSCO exige a divulgação da metodologia utilizada pelas agências. Marwan (2008, p.14) relata que a despeito do aumento da veiculação de informações nos respectivos sites na internet, *verbis* “(...) *The nature and extent of information made available to the public still varies from agency to agency. Anota ainda que “(...) However, the view is still widespread that CRAs’ methodologies, the variables and weights which they employ, and the criteria used in the deliberations of rating committees remain opaque to both investors and borrowers*”.

CONCLUSÃO

No presente capítulo foram delineados aspectos adversos da indústria de *ratings*, com ênfase para as falhas nas atribuições, subjetividade na análise, conflitos de interesses e políticas questionáveis praticadas pelas agências. Observou-se que seu comportamento procíclico pode ter contribuído para o agravamento de crises financeiras no passado recente, ensejando instabilidade financeira e contágio entre países. Ainda, que uma racionalidade endógena explica por que, em geral, as agências se tornam conservadoras após os graves erros cometidos: reconstrução do capital reputacional.

Apesar dos méritos reconhecidos, permanecem muitas dúvidas no meio acadêmico e no próprio mercado sobre sua capacidade preditiva. Em defesa, as agências alegam que as classificações não visam indicar quando haverá uma moratória ou se o soberano enfrentará uma crise de balanço de pagamentos. Sustentam que o que se espera é que os estados classificados como grau de investimento vivenciem menos crises e com maior capacidade de superá-las do que aqueles na categoria grau de especulação.

Mas não se pode perder de vista que o comportamento de manada é característica marcante do mercado financeiro, especialmente nos tempos de pânico. Esse comportamento pode ser interpretado como reação à informação assimétrica e também como compensação baseada na performance relativa dos outros participantes. Assim, as agências podem agravar crises financeiras ao atuarem como um mecanismo coordenado, especialmente nos países que mais necessitam acessar recursos financeiros. Dessa forma, têm grande responsabilidade em não dar azo à deflagração ou agravamento desses eventos.

O apontado alto grau de concentração da indústria sugere medidas para promoção de competição dependentes de ações políticas, em nível nacional de internacional, para encorajar o estabelecimento de novas agências. A saída para esses problemas pode envolver a alteração do arcabouço regulatório internacional aplicado às agências, tema do próximo capítulo.

CAPÍTULO 4 - DA REGULAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE *RATING*

Os capítulos anteriores da dissertação abordaram as principais características da indústria dos *ratings* bem como os aspectos adversos decorrentes da atuação das agências internacionais de classificação de risco. A partir dessas considerações, deve ser investigado se o estabelecimento de um novo ambiente regulatório seria medida oportuna para aumentar a precisão e confiabilidade dos *ratings*. Nesse sentido, o Tópico 4.1 trata da natureza e fins da regulação da atividade econômica, apresentando, para tanto, fundamentos da teoria da regulação, considerações sobre a auto-regulação dos mercados e ainda um breve relato sobre a experiência internacional na utilização dos *ratings* como parâmetro de regulação. Em seguida, o Tópico 4.2 discute regulação das agências de *rating* no mundo num contexto de fragmentação, despublicização e auto-regulação. Em seguida, no Tópico 4.3, são traçadas alternativas para regulação das agências internacionais de classificação de risco. Finalizando, o Tópico 4.4 apresenta o ambiente regulatório atual das agências de classificação de risco no Brasil.

4.1-NATUREZA E FINS DA REGULAÇÃO DA ATIVIDADE ECONÔMICA

Considerada a relevância dos serviços prestados pelas agências classificação de risco e o impacto dos seus pronunciamentos sobre a capacidade dos Estados soberanos acessarem o mercado financeiro internacional de crédito, surpreende a quase inexistência de esforços concentrados por parte dos Estados e de organismos econômicos multilaterais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial visando a regulação das suas atividades.

Discussões sobre a responsabilidade das agências, formulação de regras e estabelecimento de princípios éticos para seu funcionamento são praticamente contemporâneas ao surgimento da indústria dos *ratings* nos Estados Unidos, por volta do ano 1909. Aqueles que se opõem à instituição de novo marco regulatório alegam que a regulação envolve custos elevados e que serviria apenas para proteger investidores de pequeno porte que não detém expertise e recursos para realizarem suas próprias análises (Champsaur, 2005).

No entanto, eventos recentes em diversas partes do mundo reanimaram tais discussões.

Cite-se, como exemplo, os escândalos contábeis na Enron⁴⁹ (EUA), Parmalat (Itália) e Banco Santos (Brasil). Este último era apresentado pelas agências como uma das melhores instituições bancárias brasileiras, sem problemas financeiros ou operacionais. Pouco depois que tais notícias foram divulgadas, teve sua intervenção e posterior liquidação decretada pelo Banco Central em 2004 por ter um passivo descoberto superior a três bilhões de reais. Naquele momento, estava classificado como nota A (solidez financeira boa e risco de crédito muito baixo) pela *Austin Rating*.

A crise financeira originada do colapso do mercado norte-americano de hipotecas contribuiu para que houvesse ainda mais interesse na introdução desse tipo de regulação. Nesse evento de repercussões globais, o encontro de pessoas com renda ou crédito insuficientes, de um lado, e práticas financeiras questionáveis, de outro, culminou numa diversidade de ativos financeiros transacionados em diversos mercados. Endividamentos garantidos por hipotecas emitidas por devedores sem renda suficiente (*subprime*) não poderiam, a princípio, ser adquiridos por determinados investidores institucionais sujeitos a regulação específica (fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguro, entre outros).

No entanto, por meio de artifícios, tais papéis recebiam a denominação de obrigação de dívida colateralizada e acabavam sendo amplamente comercializados por meio de fundos *hedge*, não alcançados por regulação.

Mulcahey (2007) relata que esse quadro só foi possível por que as agências Moody's e a Standard and Poors's, associadas à instituições financeiras de Wall Street, criaram esses maravilhosos "novos valores mobiliários". Em seguida, passavam a emitir os conceitos ("AA", "BBB" etc.) mediante os quais classificavam os riscos envolvidos nos produtos de finanças estruturadas que elas mesmas ajudaram a criar. Acrescente-se que as agências Moody's e Standard and Poors's foram acusadas de omissão de informações ao não rebaixar a classificação desses títulos que ajudaram a criar permitindo a incorporação de títulos *subprime*. Segundo o serviço de notícias Bloomberg (citado por Mulcahey, 2007), tal rebaixamento teria sido evitado porque "forçaria centenas de investidores a vender ativos, ocasionando turbulências ao mercado de US\$ 800 bilhões para papéis lastreados em hipotecas *subprime* e de US\$ 1 trilhão em obrigações de dívida colateralizada".

⁴⁹ Seus ativos eram avaliados com a *rating* máximo até quatro dias antes do anúncio dessa crise

Ainda sobre esses complexos instrumentos financeiros que foram o epicentro da crise dos *subprimes*, Gustavo Loyola⁵⁰, aduz:

a crítica sobre conflito de interesses volta redobrada, já que as classificadoras de risco teriam de alguma forma participado da estruturação das emissões desses papéis, dando "conselhos" sobre a melhor maneira de se obter um *rating* triplo A. As agências de classificação de risco negam terem prestado serviços de consultoria em tais emissões, mas um executivo de uma das grandes empresas do setor admitiu, em depoimento perante o Senado dos EUA, que "analytical discussions" podem ter ocorrido com os emissores

Vê-se assim que a regulação das atividades dessas organizações - que não passam de empresas privadas - além de tornar as operações nos mercados financeiros mais transparentes poderia, em tese, reduzir sua volatilidade. Ademais, poderia ampliar a fruição de direitos fundamentais, algo usualmente não considerado nas discussões que envolvem o tema. É que, como se verá adiante, ao influir no acesso ao crédito internacional, as agências acabam por comprometer a capacidade dos países definirem suas políticas macroeconômicas.

4.1.2- Fundamentos da Teoria da Regulação

Antes de passar à temática alusiva às alternativas para o sistema vigente, faz-se necessário delinear certos pressupostos teóricos que serão úteis no entendimento do ambiente político-institucional no qual se inserem as agências de classificação de risco. O termo regulação diz respeito a qualquer modalidade de intervenção do Estado na atividade econômica pública e privada, quer para controlar e orientar o mercado, quer para proteger o interesse público. A noção de regulação como uma interferência estatal é reconhecida por grande parte dos cientistas sociais, advogados e economistas (Gilligan,1999). Seu principal objetivo é a proteção do interesse público sobre interesses econômicos específicos.

A regulação e a defesa da concorrência estão entre as funções mais relevantes desempenhadas pelo Estado dada sua fundamental importância para uma economia de mercado competitiva e para o desenvolvimento econômico em geral. Diversos segmentos estão sujeitos à regulação setorial específica com repercussões decisivas na sua atividade, afetando suas formas de organização empresarial, estratégias de preços e investimentos.

⁵⁰ *Opinião - O fiasco das agências de classificação de risco*. Valor Econômico 03/03/2008. Disponível na resenha eletrônica do Ministério da Fazenda em <http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=444371> acesso em 02/09/2010

Nesse sentido, a formulação de marcos regulatórios eficientes consiste importante desafio para a Administração Pública por estar fortemente relacionada à modernização do Estado. O processo regulatório envolve a análise e o diagnóstico dos problemas e o estudo de alternativas de intervenção em matérias de alta indagação técnica. Assim, a formação de competências nas áreas de economia da regulação e da concorrência representa um fator indispensável na atividade empresarial e em diferentes áreas da Administração Pública.

A princípio mercados perfeitamente competitivos deveriam produzir resultados sem a necessidade de qualquer intervenção estatal. Ocorre que no mundo real às denominadas falhas de mercado os impedem obter resultados eficientes. Dentre as diversas falhas existentes, destacam-se: poder de mercado, economias de escala, externalidades e informação assimétrica. Nesse contexto, fomentar a concorrência ocasiona liberdade de escolha e informação mais abundante para o consumidor. Assevere-se, no entanto, que a concepção institucional da regulação busca não apenas preservar a escolha e liberdade econômica individual, mas também o cumprimento da função social da empresa.

O art. 173 da Constituição da República Federativa do Brasil define as situações em que o Estado intervém no domínio econômico de titularidade da iniciativa privada. Salomão Filho (1998) salienta que essa intervenção regulamentar do Estado se justifica para corrigir as imperfeições de mercado evitando efeitos danosos para consumidores e concorrentes. Seu fundamento jurídico reside na procedimentalização da atividade econômica (*due process clause* em matéria econômica) com o escopo de garantir a integração dos vários agentes econômicos no mercado em igualdade de condições.

A propósito, Garcia Júnior (2002) define regulação, como “(...)Um conjunto de contratos, leis regulamentos e ações de fiscalização e supervisão que impõem incentivos (custos e benefícios), para os agentes regulados (firmas e consumidores) de forma a ajustar suas ações e comportamentos diante de situações ou avaliações de risco, inclusive o monitoramento do seu próprio sistema de avaliação e gerenciamento de risco”.

Já Maria Sylvia Zanella Di Pietro (2003) apresenta dois conceitos de regulação, o primeiro ao definir regulação econômica, *verbis* “(.) Conjunto de regras de conduta e de controle da atividade privada do Estado, com a finalidade de estabelecer o funcionamento equilibrado do mercado”. Outro para definir regulação no âmbito jurídico, *verbis*: “(...)Conjunto

de regras de conduta e de controle da atividade econômica pública e privada e das atividades sociais não exclusivas do Estado, com a finalidade de proteger o interesse público”.

Importa esclarecer que regulação e regulamentação são termos distintos. Da leitura do art. 84, inciso IV, e seu parágrafo único, da Constituição da República Federativa do Brasil, percebe-se a atividade de regulamentação é exclusiva do Chefe do Poder Executivo, não sendo passível de delegação. Destarte, tanto o Poder Legislativo quanto o Poder Executivo (por meio de entes vinculados à Administração Direta ou Indireta) possuem competência para expedir regras regulatórias.

Com efeito, a atuação do Estado pode ocorrer de forma direta, quando a produção de utilidades econômicas é feita através de órgãos estatais, ou de forma indireta, quando são criadas normas que afetam o âmbito de ação dos agentes econômicos. Essa última, denominada ação reguladora, apresenta caráter eminentemente normativo. Contudo, não se restringe à noção de lei em sentido formal, pois abarca, outrossim, normas jurídicas que afetam a liberdade de ação dos agentes econômicos. Assim, mostra-se necessário identificar as áreas onde a regulação é indicada, quais os setores não-regulamentáveis e onde a prestação de serviços deve ser feita diretamente pelo Estado. Nas áreas sensíveis, geradoras de externalidades⁵¹ sociais (e.g. educação, saúde) recomendável que o Estado execute diretamente o serviço.

Eros Grau (1998) salienta que a intervenção é a atuação do Estado na esfera do privado. Ressalta que o termo atuação do Estado é genérico, do qual intervenção é espécie. O primeiro é entendido como todas as atividades do Estado em relação à ordem econômica. O segundo é uma espécie do gênero ação, sendo entendido como a invasão do Estado no setor do poder econômico privado. Defende ainda que a expressão "atuação estatal" apresenta significado mais amplo do que aquele comumente associado ao vocábulo. Intervenção, prossegue, conota atuação estatal no campo da "atividade econômica em sentido estrito" (titularidade dos particulares), já "atuação estatal", ação do Estado no campo da "atividade econômica em sentido amplo". Assim, a expressão "atuação estatal" permite designar a globalidade da ação estatal em relação ao processo econômico, inclusive sua atuação sobre a "esfera do público" (atividades de titularidade do Estado).

⁵¹ Há externalidade sempre que uma determinada relação jurídica produz efeitos a terceiros que não participaram da relação jurídica

Deve ser reconhecido, todavia, que apesar da regulação estatal se revelar capaz de, em tese, melhorar a eficiência dos mercados, os próprios governos podem falhar neste processo. Nesse quadro, seus esforços intervencionistas ensejam a deterioração da eficiência dos mercados, ao invés de aumentá-la. Isso ocorre por diversas razões, a saber: dificuldade em formular objetivos claros e implementáveis; incentivos fracos (ou inexistentes); dificuldades de gestão; informação inadequada; captura e comportamento caça renda - *rent seeking behavior* (White, 1996).

4.1.3 – Da Auto-regulação dos mercados

No que tange a auto-regulação, Black (1996) salienta tratar-se de organização coletiva à qual se submete um determinado grupo de participantes. Essa organização coletiva impõe um conjunto de regras ou procedimentos a seus membros. Esse processo tem caráter extra-estatal porquanto é desenvolvido por órgãos coletivos privados. Acrescente-se que, tal qual a regulação estatal, a auto-regulação apresenta diversas facetas. Por vezes, pode se materializar na autoridade para criar normas que passam a reger a atividade dos participantes a ela submetidos. Em outros casos, pode alcançar a fiscalização e supervisão do grupo de participantes.

Yazbek (2007), esclarece que a auto-regulação é resultado da institucionalização de relações antes meramente contratuais. Assim, em muitos casos a auto-regulação se desenvolveu anteriormente à regulação estatal, ocupando um espaço não preenchido pelas normas emanadas do Estado. Com o passar do tempo, entretanto, essas regras de origem essencialmente privadas em muitos casos são alçadas ao papel de auxiliares do estado na disciplina da atividade econômica, conforme ressalta a IOSCO⁵²:

As markets developed, market participants recognized that regulation was necessary in order to protect the integrity of the market. Industry participants recognized that those who were most familiar with the customs and practices of a particular trade were best suited to create rules related to that trade, to enforce those rules and to resolve the disputes that arose from those rules. Moreover, the familiarity with the concepts involved ensured that such disputes were quickly resolved and that the rules for commerce in that particular market continually and quickly adapted to the evolutions in the manner in which trade was conducted.

Self-regulation has proven to be efficient regulation. SROs by their very nature have greater

⁵² Model for Effective Regulation, maio de 2000, disponível para consulta em www.iosco.org

flexibility to adapt regulatory requirements to a rapidly changing business environment. One of the biggest challenges that government faces in devising and administering a statutory oversight framework is to provide an appropriate level of government oversight of SRO activities without encumbering or usurping an SRO's ability to respond quickly and flexibly to changing market conditions and business needs. Self-regulation has also proven to be effective regulation. In self-regulation, the rules are drafted by market participants with an intimate knowledge of the market who know how to maximize the regulatory benefits (e.g., orderly markets, customer protection, reduction of systemic risk) while minimizing the business costs. This intimate knowledge of the market is essential for creating a self-regulatory framework, which is perceived as appropriate and reasonable by the regulated individuals and entities. This perception will in turn result in a tighter degree of compliance by the market participants operating within the self-regulatory framework.

Industry representation and self-regulation continue to be integral parts of most regulatory schemes. Even in the recent transformations of a few regulatory models, many aspect of self-regulation have been reincorporated into the statutory regulatory framework.

A IOSCO alega que os instrumentos privados constituem importante diferencial a favor da auto-regulação, comparativamente à regulação estatal:

The contractual relationship that an SRO has with the individuals and entities it regulates can be powerful. It can have a global reach, crossing national boundaries; it can reach where statutory powers may not. IOSCO's Objectives and Principles of Securities Regulation state that SROs may require the observance of ethical standards, which go beyond government regulations. The contractual relationship also provides more flexibility and it allows SROs to react more quickly because it is based on the SRO's rulebook and the agreement by the SRO's members that they will comply with the requirements of the SRO's rulebook. The process of revising the SRO contractual agreement can be a less cumbersome process than having to change statutory laws through legislative acts

A adesão e a receptividade às normas e procedimentos das entidades auto-reguladoras pelos participantes são comumente citadas na literatura como vantagem em relação às normas emanadas de órgãos reguladores Estatais. De fato, como ressaltam Trindade e Santos (2009), estando envolvidos com a elaboração das normas de auto-regulação os participantes sentem-se moralmente constrangidos a observá-las, de maneira que os custos com a fiscalização do cumprimento dessas normas tendem a ser mais reduzidos que o das modalidades estatais de regulação. Outro aspecto positivo da auto-regulação ressaltado pelos autores supracitados seria sua legitimidade. Agentes de mercado costumam questionar a legitimidade das normas estatais que interferem em sua atuação – não raro argüindo sua inconstitucionalidade – o que dificilmente ocorre com normas emanadas do próprio grupo de agentes.

Por outro lado, diversos riscos devem ser considerados. Trindade e Santos (2009, p.14) ponderam que “(...)Tanto o conflito de interesses de certos membros de uma categoria, como o corporativismo de toda a classe podem levar, e freqüentemente levam, à diminuição do grau de exigência ou à não aplicação de sanções em situações em que elas seriam devidas”.

Discorrendo sobre os riscos inerentes à auto-regulação, Peter Grajzl e Peter Murrell (2007) asseveram, *verbis*:

Allocation of regulatory rights matters because regulatory contracts are incomplete. The source of potential welfare gains in delegating rule-making powers to producers is in their greater adaptability to changing institutional conditions. The source of potential welfare losses is in the active participation of the regulated in the regulatory process. Therefore, whether rulemaking authority should be extended to producers, or consolidated within the government, will depend on country-specific factors. When there is a large amount of uncertainty surrounding the results of institutional construction or little divergence between producers' and consumer's interests is small, the benefits of delegating regulatory powers outweigh the costs. In the opposite case, the regulatory arrangement that yields higher social welfare depends on the extent to which the government's motives are populist or aligned with those of producers

4.1.4 - Uso dos *ratings* como parâmetro de regulação

Muitos países, a exemplo dos EUA, usam dos *ratings* como parâmetro regulatório. A partir das classificações são estabelecidos requisitos mínimos de capital para divulgação de informações e emissões ou restrições ao *portfólio* de investimentos em determinadas instituições. Os Estados Unidos começaram a utilizar os *ratings* em seu sistema regulatório em 1931, com a publicação do *The Office of the Controller of Currency*. A partir de então passaram a servir como meio para se determinar a base para avaliação de títulos de dívida. Em seguida ampliou-se o uso dos *ratings* para outros fins tais como estipulação de requisitos mínimos de capital para corretoras/distribuidoras, requisitos para divulgação através dos atos normativos da SEC - *Securities and Exchange Commission*, dispensa de registro e enquadramento regulatório para determinados emissores de títulos (v.g *asset-backed securities*). Acrescente-se que nos EUA, a *National Association of Insurance Commissioners*, entidade responsável pela regulação das seguradoras, também utiliza as classificações para estipular requisitos mínimos de capital para as corporações que operam no segmento.

No Japão as agências de *ratings* iniciaram suas atividades em 1974. Os órgãos reguladores japoneses se valeram das atribuições da *Japan Bond Research Institute* como um dos critérios de elegibilidade para emissão de títulos na década de 80. Ressalte-se, outrossim, que as avaliações são utilizadas em diversas outras situações, inclusive na regulação de fundos de reserva de moeda. No Reino Unido foram estabelecidas normas com requisitos de capital baseadas em *ratings* em 1996. Diga-se ainda que os *ratings* são utilizados no sistema regulatório de muitos outros países como Austrália, Canadá, Itália Suíça, Argentina França, Chile, México, Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas, Taiwan e Tailândia. Esse fato, inclusive, contribuiu decisivamente para abertura de escritórios das principais agências internacionais de *rating* em mercados emergentes da América Latina e Ásia.

O aumento na utilização dos *ratings* resultante de exigências regulatórias pode contribuir decisivamente para a disseminação de informação e, por conseqüência, para a redução dos níveis de opacidade do mercado (especialmente para os pequenos investidores que de outro modo talvez não tivessem acesso a esse tipo de informação). Por outro lado, pode, em tese, reduzir o nível das classificações ao possibilitar a entrada no mercado de agências menos criteriosas⁵³ além de provocar aumento da influência das agências no mercado de capitais resultando em mais instabilidade na economia.

Acrescente-se que, como os emissores serão classificados por exigência legal, aumenta-se a possibilidade de ocorrência de risco moral visto que classificações negativas podem acarretar sanções oficiais. Dessa forma, a obrigatoriedade de *ratings* para emissões de papéis não substitui a necessidade de um marco regulatório eficiente, abrangendo padrões de transparência, contabilidade e divulgação de informações.

À guisa de conclusão deste tópico, restando demonstrado que as atribuições de *rating* produzem efeitos marcantes no mercado, pode-se inferir que iniciativas visando a regulação das atividades das agências de classificação de risco são decisivas. Isto porque os mecanismos do próprio mercado não tem se mostrado suficientes para controlar adequadamente a conduta das agências de modo a atender às exigências do interesse público.

Garcia Júnior (2002) exemplifica alguns objetivos e justificativas para a regulação dos serviços financeiros *lato-sensu*:

⁵³ Por exemplo, pode haver procura maior por agências com preços mais acessíveis e menos exigentes em termos de avaliação.

- A preservação da integridade do sistema financeiro contra: riscos eventuais de natureza sistêmica, efeitos de contágios e choques de natureza adversa, locais ou externos;
- O monitoramento do comportamento de instituições financeiras visto que atuam como contrapartes em contratos de prestação de serviços que envolvem a guarda fiduciária de valores e gestão de poupança de consumidores ou investidores por prazos longos, gerando custos de saída e eventuais perdas em caso de quebras dessas instituições;
- A identificação e correção de imperfeições e falhas no mercado;
- A proteção de consumidores nos contratos de serviços financeiros contra:
 - a) Possíveis ambientes de incerteza e a insolvência de instituições;
 - b) Perdas não-pactuadas por informações não-fornecidas por contratantes;
 - c) Perdas por fraude em gestão de recursos;
 - d) Oferta enganosa de serviços;
 - e) Avaliação enganosa de riscos por gestores de recursos;
 - f) Discriminação entre consumidores de serviços;
 - g) Tratamento discricionário;
 - h) Oferta de serviços sem a exposição adequada dos riscos assumidos por consumidores não-especializados; e
 - i) Operações que envolvam a lavagem de dinheiro.

Hill (2004), elenca inúmeras vantagens advindas da regulação das agências de classificação de risco. Sustenta que o aumento da competitividade da indústria ensejaria um incremento na qualidade dos *ratings* e redução no preço dos honorários cobrados. Isso por que as barreiras de entrada encontradas pelas agências de pequeno porte, citadas com frequência na literatura, seriam atenuadas. Por outro lado, adverte que a redução na concentração do mercado pode levar a um aumento de casos de conflitos de interesse. Uma alternativa apontada para evitar esse efeito colateral da regulação seria a certificação anual das agências na qual se

atestaria que as mesmas estão operando de acordo com procedimentos que inibir a ocorrência desses conflitos.

4.2 - BREVE PANORAMA DA REGULAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE RATING NO MUNDO

Nos EUA as atividades desempenhadas pelas agências de *rating* estão previstas no *Investment Advisers Act*, de 1940 (seção 275). Este normativo da SEC regula, outrossim, as atividades relacionadas à Consultoria de Valores Mobiliários. A partir de 1975 a legislação norte-americana passou a exigir que os *ratings* fossem emitidos por uma NRSRO – *Nationally Recognised Statistical Rating Organization*, por meio da SEC. Buscava-se, naquela oportunidade, limitar a entrada de novos participantes. Dessa forma nas três décadas seguintes a SEC reconheceu apenas oito agências como NRSRO. Nesse contexto, diversas novas agências foram absorvidas pela *Fitch* ou pela *Moody's*. Atualmente restam quatro agências autorizadas com esse status (Hill, 2004).

Importa esclarecer que a autorização da SEC ocorre por meio de “*no-action letter*”, ou seja, a agência interessada deverá protocolizar pedido de reconhecimento, com amparo no *Investment Advisers Act* sendo que, após análise, a SEC emitirá atestado informando que não tomará qualquer medida administrativa ou civil contrária ao seu funcionamento (Hill, 2004). Acrescente-se que, após a emissão do “*no-action letter*”, a SEC recomenda que a agência de *rating* seja registrada como Consultor de Valores Mobiliários (SEC, 2003).

O processo de reconhecimento abrange a averiguação do histórico de funcionamento da agência, posição no mercado, capacidade técnica e credibilidade de agência de *rating* (SEC, 2003). Nesse processo é verificada a estrutura organizacional, recursos financeiros (de modo a se constatar se a mesma é capaz de operar independentemente de pressões econômicas ou controle das empresas que elas classificam o *rating*), tamanho e capacidade técnica dos funcionários e os procedimentos e utilizados.

Em âmbito internacional a principal proposta de formulação de normas para regular o funcionamento das agências de classificação de risco partiu da IOSCO – *International Organization for Securities Commissions*⁵⁴, organização que congrega as Comissões de Valores Mobiliários de diversos países. Marauhn (2006, p. 15), esclarece que a IOSCO é uma organização privada que se desenvolveu a partir de uma associação surgida no ano de 1984

⁵⁴ Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários

em Quebec, no Canadá e que ganhou relevância internacional ao longo dos anos. Atualmente é sediada em Madrid.

A IOSCO, após consulta pública aberta aos reguladores e outros participantes do mercado divulgou, em 2004, o *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*⁵⁵, ou *IOSCO Code*, com um conjunto de diretrizes a serem observadas pelas agências. Entre outros assuntos, esse código dispõe sobre a qualidade e integridade das avaliações, quantificação e medida equitativa do risco, situações de conflito de interesses, transparência na divulgação das informações, redução do risco sistêmico e ainda a respeito da independência dos analistas⁵⁶. Acrescente-se que não possui caráter compulsório, inexistindo previsão de sanções em caso de não cumprimento. Apesar disso, a própria IOSCO apresentou relatório onde conclui que as principais agências do mundo (incluindo as três agências líderes), adotaram Códigos de Conduta praticamente idênticos ao modelo divulgado⁵⁷.

Sua ampla aceitabilidade revela algumas características das iniciativas regulatórias recentes que apresentam padrões comuns de formulação e implementação. Marauhn (2006, p. 14) salienta que, via de regra, tais iniciativas não se originam a partir da desejável articulação de Estados soberanos mas de organizações constituídas de entes privados de órgãos reguladores dos governos nacionais em articulação com suas respectivas contrapartes de outros países. Na seqüência, a união dessas entidades dá origem a instituições internacionais que passam a funcionar como espaços de coordenação internacional dos órgãos reguladores nacionais. Além da IOSCO, pode-se elencar a IAIS - *International Association of Insurance Supervisors* (Associação Internacional de Supervisores de Seguro) e a HFA *Hedge Funds Association* (Associação dos Fundos de *Hedge*) como exemplos dessas organizações.

A formulação dos códigos de conduta reflete a busca por dinâmicas internas similares. Pretende-se, assim, viabilizar a integração dos mercados nacionais ao sistema financeiro internacional. As regras emanadas do Comitê da Basileia exemplificam esse movimento. Esse organismo, ligado ao BIS- *Bank of International Settlements*⁵⁸, é composto por representantes

⁵⁵ A publicação desse Código foi complementada em 2007 e novamente em 2009, com a realização de uma revisão do processo de implementação do código, publicada no documento *Review of Implementation of the IOSCO Fundamentals of a Code of Conduct for Credit Rating Agencies – Consultation Report* (IOSCO, 2007 e IOSCO, 2009).

⁵⁶ IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, 2004

⁵⁷ IOSCO, *Review of Implementation of the IOSCO Fundamentals of a Code of Conduct for Credit Rating Agencies – Consultation Report*, 2007. p. 8

⁵⁸ Banco Internacional de Compensações

dos Bancos Centrais das principais nações industrializadas. Suas regras definem, dentre outras coisas, a reserva de capital que as instituições financeiras devem possuir para que possam operar de maneira segura. Acrescente-se que essas regras são amplamente adotadas por instituições financeiras, tornando-se compulsórias quando incorporadas aos ordenamentos jurídicos nacionais⁵⁹.

No caso do código da IOSCO, documento de livre adesão pelas agências de *rating*, resultou de negociações das Comissões de Valores Mobiliários de diversos países. O principal objetivo deste código é proteger o investidor e garantir a qualidade e integridade do processo de elaboração de um *rating*. Marcus Faro de Castro (2005) questiona sua legitimidade destacando que o mesmo não foi submetido a qualquer instrumento de controle democrático por parte das populações dos seus países de origem. Salienta, ainda, que suas diretrizes foram determinadas de acordo com as preferências de agentes burocráticos especializados.

Característica marcante dessas iniciativas regulatórias é a confiança em instrumentos de auto-regulação. Esses instrumentos, que não são veiculados por autoridades públicas, dependem da adesão voluntária das agências. Seu lado positivo reside no fato de que é melhor para uma entidade ser regulada por seus pares do que por governos. Marauhn (2006), destaca outras duas outras vantagens: incorporação de expertise técnica no processo de regulação e a mais aceitabilidade de regras que são estabelecidas mediante um processo de participação direta das entidades reguladas.

Por outro lado, graves problemas surgem desse modelo. É que o processo de surgimento da auto-regulação, porque essencialmente privado e aberto somente às entidades reguladas, resulta em um procedimento pouco transparente sobre o qual não incidem controles democráticos. Castro (2006), ressalta que prevalece nos fóruns a opinião especializada, privilegiando estratégias de investimento na formulação de regras.

Ainda quanto as proposições do Código IOSCO, oportuna a transcrição das considerações tecidas por Marwan (2008), *verbis*:

Definitive assessment of these initiatives would still be premature. The industry will receive a fillip from implementation of Basel II. The major CRAs will undoubtedly seek a substantial share of the new business which will result. Promotion of competition may require policy action at

⁵⁹ No Brasil algumas dessas regras foram implementadas por meio de Resoluções do Conselho Monetário Nacional e de Circulares editadas pelo Banco Central do Brasil

national level to encourage the establishment of new agencies and to channel business generated by new regulatory requirements in their direction. Regulatory action at the national level may also be necessary to ensure that the agencies operate in accord with levels of accountability and transparency matching the recommendations of the IOSCO Code

4.3- ALTERNATIVAS PARA REGULAÇÃO DAS AGÊNCIAS INTERNACIONAIS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

As atribuições de *rating* soberano configuram um complicador adicional à liberdade de definição da orientação da política econômica. Especialmente quando se trata de países em desenvolvimento. Os efeitos adversos que os pronunciamentos provocam na economia (e.g comportamento pro-cíclico) foram objeto de estudo no capítulo anterior.

Os governantes vivenciam claro dilema na formulação de políticas econômicas. A sociedade demanda efetivação de direitos sociais, econômicos e culturais conforme previsão constitucional. Ocorre que se a aplicação de recursos para consecução de objetivos redistributivos implicam no aumento das despesas internas em detrimento do pagamento das obrigações internacionais, as avaliações tendem a ser menos favoráveis. Isso dificulta o acesso ao crédito no mercado internacional afetando, até mesmo, a continuidade das políticas sociais por que os orçamentos nacionais costumam não ser suficientes para fazer face às despesas, o que demanda financiamento internacional.

Os credores internacionais, por outro lado, objetivando o retorno de seus investimentos, postulam a observância de políticas econômicas ortodoxas (corte de gastos para saldar obrigações financeiras assumidas). Os detratores das políticas de austeridade fiscal alegam que estas sempre favorecem a perspectiva dos credores cujas expectativas convergem aos pronunciamentos das agências. De fato, o alinhamento da política econômica com os interesses dos credores pode levar a *ratings* mais elevados por que um histórico positivo no cumprimento de obrigações financeiras é fator determinante na obtenção de boas avaliações. Paradoxalmente, ao final esse processo pode viabilizar a obtenção de novos empréstimos ou refinanciamento em condições mais favoráveis.

Esse cenário demanda alterações no regime regulatório internacional aplicável às agências de classificação de risco. A institucionalização de um novo modelo se mostra opção razoável para o enfrentamento dos diversos problemas apresentados ao longo desse trabalho. Nessa

linha, além de mais transparência na metodologia de cálculo utilizada pelas agências, são necessárias alterações nos fatores determinantes adotados no processo de avaliação de cada país – inclusive com a ampliação das variáveis levadas em consideração nas análises - e também nas ponderações atribuídas a cada determinante. Outro ponto importante diz respeito a ponderação de *ratings* divergentes emitidos por duas ou mais agências.

Em relação a transparência, Frasão (2005), sugere a divulgação das avaliações e dos resultados internos bem como a publicação de modo mais claro da metodologia utilizada no processo de classificação de risco. Assim, todo o processo envolvendo as modalidades de pesquisa e coleta de dados, divulgação de resultados preliminares e explicações detalhadas de *rating* poderia ser codificado.

Quanto a inclusão de novas variáveis, Pinheiro (2009) assevera que estas poderiam atribuir algum peso à capacidade do país garantir direitos sociais, econômicos e culturais a seus cidadãos à medida em que observadas regras de proteção ambiental, responsabilidade social das empresas e etc. Alerta, no entanto, que a incorporação dessas variáveis demandaria esforços para a criação de critérios de parametrização e quantificação dos direitos humanos que permitissem a avaliação de desempenho dos países na implementação desses direitos⁶⁰.

No que tange a atuação dos Estados soberanos, faz-se necessária a articulação das lideranças políticas visando a criação de instituições (organizações, tratados internacionais e outros instrumentos jurídicos) que procurem estabelecer um ambiente regulatório internacional para a atuação das agências de classificação de risco. A participação de representantes da sociedade e de organizações dos países participantes nessas negociações é muito importante para verificar o cumprimento das agendas de interesse público.

No plano internacional, órgãos judiciais supranacionais como o Mecanismo de Resolução de Controvérsias, da OMC, e o *Internacional Center for Settlement of Investment Disputes* (ICSID), do Grupo Banco Mundial (entre outros) poderiam ter atuação mais destacada na resolução de controvérsias que envolvam o tema. Destarte, deveria ser incluída nos seus estatutos a possibilidade de julgamento da atuação das agências, seus efeitos durante crises econômicas e a conseqüente apuração de responsabilidades no caso de graves equívocos.

⁶⁰ Jabor Pinheiro relata que essa discussão sobre parametrização de direitos vem sendo desenvolvida no âmbito do Grupo de Estudos “Direito, Economia e Sociedade” da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília.

Nos EUA foi aprovada, em 2002, a Sarbanes-Oxley Act, cujo nome homenageava seus idealizadores. Seu objetivo foi assegurar a integridade do mercado de capitais americano e restaurar a confiança do investidor devido aos escândalos financeiros da Enron, WorldCom e Parmalat (Europa). Todas empresas *investment grade* até momentos antes de serem veiculadas notícias sobre sérios problemas financeiros. Referido diploma legal buscou reforçar a autoridade estatal, como explica Roberta S. Karmel (2004):

Sarbanes-Oxley was passed in response to the bursting of the stock market bubble of the late 1990s and the uncovering of widespread financial fraud at large public companies which had been high fliers during the boom in technology stocks. The demise of Enron, Adelphia Communications, Qwest, Global Crossing, WorldCom and other companies resulted in enormous losses to shareholders and employees of the companies affected, not only of their jobs but also of their pensions. Without inquiring too deeply into the reasons for the bubble and its collapse, or why accounting irregularities at public companies had become so pervasive, Congress passed Sarbanes-Oxley to restore investor confidence. The statute was based primarily on recommendations from the SEC, and in the process, the SEC acquired power to regulate corporate governance at large public companies and to exercise much more regulation of auditors and attorneys. (...)

The purpose of this litany of governmental actors who might be blamed for investor losses which preceded the adoption of Sarbanes-Oxley is to suggest that the hearings which preceded the statute were, at least in part, an effort by Congress to blame business, rather than government, for the nation's economic woes, and that the statute was, at least in part, an effort by the SEC to obtain more power over public companies and to make it easier to prosecute business for derelictions that were already illegal.

A seção 702 da Sarbanes-Oxley previa que a SEC deveria conduzir estudos acerca das agências de *rating* no mercado de capitais, submetendo-o posteriormente ao Presidente do país, ao Comitê de Serviços Financeiros do Congresso Americano e ao Comitê de Negócios Bancários, Imobiliários e Urbanos do Senado. O supramencionado diploma legal exigiu que fossem examinados os pontos a seguir:

- O papel das agências de *rating* e a avaliação dos emissores de títulos de dívida;
- Sua importância para os investidores e para o funcionamento do mercado de valores mobiliários;
- Os obstáculos enfrentados pelas agências para uma avaliação precisa;
- As barreiras à entrada de novas agências de *rating* e as eventuais medidas necessárias à sua remoção;

- Medidas para aumentar a disseminação das informações relativas a risco.
- Medidas para prevenir conflitos de interesses ou para amenizar as suas conseqüências.

Em janeiro de 2003 a SEC apresentou relatório ao comitê de negócios governamentais do Senado. Logo após, submeteu referido documento a audiência pública recebendo sugestões dos participantes do mercado de capitais americano para aperfeiçoar a supervisão regulatória sobre as agências. A seguir, os principais pontos resultantes dessa discussão:

I — Situações de Conflito de Interesses

Como visto na seção anterior, situações de conflito de interesses são muito comuns (e.g. expectativas de recebimento de comissões dos emissores de títulos levando a potencial elevação nos *ratings*). A princípio, as próprias agências deveriam afastá-las ou comunicar a situação aos seus clientes. Nesse sentido, as seguintes práticas poderiam ser adotadas quando do reconhecimento de uma NRSRO:

- As agências deveriam ser condicionadas a proibir funcionários que trabalham diretamente na análise técnica do *rating* de participarem de reuniões com clientes relativas a negociação das bases contratuais para a prestação de serviços. A remuneração desses analistas deveria ser atrelada a fatores não relacionados à manutenção e desenvolvimento do negócio de *rating*.
- As agências deveriam ser condicionadas a ter estrutura financeira adequada, com base no patrimônio líquido ou faturamento, minimizando a dependência de seus clientes.
- As agências deveriam ser condicionadas a restringir contatos privados entre seus funcionários e clientes para ajudar a diminuir a influência destes últimos, prevenir a divulgação de informação confidencial e ainda a antecipação de informações que ainda serão divulgadas oficialmente.

II — Abuso de Poder, Práticas Anticompetitivas e Práticas não-equitativas

Alguns participantes do mercado alegam que as grandes agências abusam de suas posições dominantes no mercado adotando práticas desleais. A Fitch, por exemplo, reclamou que a S & P e a Moody's costumam reduzir a classificação de uma companhia caso seus ativos também não sejam avaliados por elas, prática conhecida com *notching* relatada na

seção anterior. Outro exemplo caracterizador de abuso de poder, também relatado anteriormente, são os casos de *ratings* não solicitados em que as agências enviam a conta para empresas que tiveram seus riscos avaliados sem que estas tenham requerido tais avaliações. Para equacionar essa questão a SEC poderia exigir a implementação de procedimentos para prevenir práticas anticompetitivas e práticas não-equitativas, incluindo proibições sobre: venda casada de serviços financeiros (por exemplo contratação de consultoria de investimentos juntamente com serviço de *ratings*) e adoção de sanções específicas para os casos de *ratings* não solicitados.

III — Alternativas ao uso da designação NRSRO

- Alguns participantes do mercado alegam que o conceito de NRSRO atua como uma barreira à entrada de outras agências de *rating*. Assim, a SEC deveria eliminá-lo para aumentar a competição. Essa hipótese foi considerada pela SEC, que alegou ser necessário encontrar alternativas ao uso da designação NRSRO que esta presente nas regulações sobre capital líquido das corretoras de valores mobiliários

IV — Critérios de Reconhecimento

- O reconhecimento de uma NRSRO poderia se dar através de ato objetivo da SEC, tal como ocorre no registro das companhias abertas e auditores independentes. Atualmente se dá através de “*no-action letter*”.
- As informações necessárias aos candidatos a NRSRO deveriam ser especificadas de maneira clara e detalhada de modo que os postulantes possam demonstrar o preenchimento dos requisitos para alcançar tal condição;
- Empresas com atuação restrita à avaliação específica de emissão de títulos de dívida de determinado setor da economia poderiam ser reconhecidas como uma NRSRO sem muitas formalidades;

V — Aperfeiçoamento da Supervisão das Agências

- No processo de reconhecimento de agência como NRSRO, a SEC deveria exigir que o requerente apresentasse anualmente declaração de que continua preenchendo todos os requisitos que lhe permitiram ser considerada uma NRSRO;

- Anualmente, a SEC solicitaria aos participantes do mercado de capitais, em especial aqueles que usam as classificações de risco de crédito para balizarem seus investimentos, comentários sobre a credibilidade e confiança das agências de *rating* consideradas NRSRO;
- Adicionalmente, as agências deveriam ser submetidas a inspeções e exames regulares para verificar se continuam observando os requisitos exigidos para ser considerada uma NRSRO.

Como salientado no início do capítulo, a crise financeira suscitou novos questionamentos quanto a atuação desastrosa das agências Moody's, Fitch e Standard & Poor's que haviam conferido *ratings* AAA a um amplo espectro de papéis lastreados em hipotecas *subprime* recuando, posteriormente, a partir do colapso da dívida desses títulos. Nos EUA, o clamor que se seguiu pela alteração no regime aplicável às agências levou a SEC a propor procedimentos que atenuassem os conflitos de interesse e ampliassem o grau de transparência, obrigando as agências a criar classificações distintas para os produtos estruturados. Contudo, as regras finais adotadas pela SEC em dezembro de 1999 revelaram-se muito menos rigorosas do que as propostas seis meses antes, em junho⁶¹.

Recentemente, Richard J. Herring⁶², professor de finanças de Wharton, ressaltou que "(...)Depois de propor algumas reformas radicais e promissoras para a regulação da indústria de classificação de risco, a SEC optou em dezembro pelas duas propostas menos conseqüentes e mais controversas". Em sentido contrário, a União Européia e o parlamento europeu aprovaram um pacote de regras para as agências de classificação de risco em abril de 2009. Acrescenta que "Em parte, isso foi motivado, provavelmente, pela suspeita de que as reformas levadas a cabo pela SEC não teriam impacto significativo e, em parte, pode ter sido motivado também pelo fato de que a Europa é a única grande área desprovida de uma indústria doméstica de classificação de risco ativa".

Com relação a União Européia, as novas regras exigem que as agências de classificação de risco em atividade na Europa sejam registradas no Comitê Europeu de Reguladores Mobiliários (CESR) e obedeçam a regras rigorosas. Entre outras coisas, as agências:

⁶¹ Artigo "A reforma das agências de classificação de risco: os EUA adotarão regras mais rígidas como na Europa?" WhartonUniversia, 04/06/2009, disponível em <<http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=1723&language=portuguese>>

⁶² Idem

- Estão impedidas de dar consultoria.
- São obrigadas a divulgar os modelos usados, metodologias e pressupostos essenciais nos quais as classificações são baseadas.
- Devem diferenciar a classificação de produtos complexos com um símbolo específico.

4.4. O CASO BRASILEIRO E PROPOSTAS DE REGULAÇÃO

As agências de *rating* passaram a atuar no Brasil muito recentemente, notadamente a partir da segunda metade da década de 90. Com relação a agências estrangeiras, datam de 1996 os primeiros registros de atuação no Brasil. Apesar de não ser tão disseminada como nos mercados mais desenvolvidos, as principais agências internacionais e algumas nacionais independentes ou associadas⁶³ já apresentam um histórico razoável de atividades no Brasil.

Além de avaliações soberanas, os *ratings* iniciais abrangeram papéis de corporações brasileiras e bancos (especialmente de investimento) em circulação no mercado internacional. Castro (2004) relata que em 1994 a agência brasileira *SR Rating* veiculou o primeiro relatório de risco para uma emissão estruturada do Grupo Mesbla em uma operação de financiamento de recebíveis da empresa norte-americana *J. C. Penney*. No ano seguinte, em 1995, outra agência brasileira, a *Atlantic Capital*, iniciou suas atividades com foco no segmento bancário. No entanto, apenas em 1996 agências norte-americanas começaram a operar no Brasil com a associação da *Duff & Phelps* à *SR Ratings*.

A *Standard & Poors* começou a operar no Brasil em 1997 com o *Rating BR*, indicador de risco relativo publicado em associação com a Fundação Getúlio Vargas. Sem similar no mercado, teve curta duração. Nesse mesmo ano, a anglo-francesa *IBCA* também começou a funcionar no país e no ano seguinte a agência *Moody's* iniciou suas atividades.

Com relação à participação de mercado, Parecer⁶⁴ da Secretaria de Direito

⁶³ Como a *Atlantic Rating*, a *SR Rating* e a *Austin Asis*.

⁶⁴ Relativo ao processo de aquisição da *Atlantic Rating* pela *Fitch Brasil Ltda*

Econômico emitido em 2003, relata o *market share* calculado pela SEAE/MF cujo parâmetro foi o faturamento auferido em 2002, a saber: *Standard & Poor's* com 61,74%, *Fitch Brasil Ltda* com 20%, *Moody's* com 9,78%, *Austin Asis* com 4,76% e a *SR Rating* com 3,12%.

Atualmente as atividades exercidas pelas agências de *rating* não estão sujeitas a regulação legal específica no Brasil. Isso dificulta sua responsabilização quando geram danos ao mercado e investidores. Alguns dispositivos legais fazem referência expressa aos seus serviços, à exemplo da Resolução CMN n. 2.829, de 30/03/2001, que incentiva as entidades fechadas de previdência privada a utilizar *ratings* de uma agência em operação no Brasil para alocar em seu *portfolio* títulos de baixo risco de crédito.

Cite-se ainda a Instrução CVM n. 404, de 13/02/2004, que dispõe sobre debêntures padronizadas e a Instrução CVM 356, com a nova redação que lhe deu a Instrução CVM 393/03, de 22/07/2003, que disciplina a constituição, administração, funcionamento e a divulgação de informações de Fundos de Investimento em Direitos creditórios – FIDC e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FICFIDC. O artigo 34 dessa norma dispõe sobre obrigações subsidiárias das administradoras, com relação à divulgação dos riscos.

A competência da Comissão de Valores Mobiliários para regular a atuação das agências de *rating* é objeto de controvérsia. A Lei 6.385, de 07.12.1976 (redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001), que dispõe sobre a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em seu artigo primeiro, inciso VIII, disciplina os serviços de consultor e analista de valores mobiliários, *verbis*:

Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;

VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;

VII - a auditoria das companhias abertas;

VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Dessa forma, alguns entendem que a CVM não seria competente para regular atividades das agências de *rating* visto que a Lei nº 6.385 não prevê expressamente a possibilidade da CVM regular este tipo de atividade. Assim, as agências não deveriam ser confundidas com as figuras dos analistas de mercado e/ou consultores de valores mobiliários previstas no inciso VIII no artigo 1º desse diploma legal cujo rol seria taxativo. Deste modo, a CVM somente passaria a ter competência após uma alteração legislativa.

Outros, no entanto, aduzem que a CVM possuiria competência para regular esta atividade. Isso por que numa interpretação teleológica da Lei nº 6385/76, a terminologia “analistas” abarca as agências de *rating* ou que no mínimo estas poderiam ser equiparadas aos analistas. Sustentam ainda que a despeito de uma regulamentação específica sobre sua atuação estes analistas respondem pelas conseqüências da divulgação enganosa ou omissiva de suas avaliações, independentemente de culpa.

Fato é que na ausência de regulação qualquer empresa que se apresente ao mercado como uma agência de classificação de risco de crédito pode operar como uma agência de *rating*. Como o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários não interferem nas atividades dessas organizações, as empresas auto-denominadas agências de *ratings* não necessitam preencher qualquer requisito de experiência ou capacidade técnica específicos. Esse quadro restringe, sobremaneira, a verificação quanto à capacidade técnica e independência dessas agências por parte dos investidores institucionais.

Uma das possíveis soluções enquanto pendente a instituição de marco regulatório específico no Brasil, seria o desenvolvimento da auto-regulação. As próprias sociedades anônimas de capital aberto, bancos de investimento, associações de classe e investidores estabeleceriam requisitos mínimos para contratação das agências classificação de risco. A aplicação de exames de certificação por instituições independentes de modo a aferir a qualificação profissional dos analistas - que necessitam de ampla formação abrangendo conteúdo jurídico, financeiro, econômico e contábil à exemplo do que ocorre aos analistas de valores mobiliários – também deveria ser considerada.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

No curso da pesquisa constatou-se que o mercado e as agências de classificação de risco nutrem uma relação de forte interdependência sendo que, à exceção de algum escândalo financeiro, toda mudança ocorre em ritmo lento e gradual (estabilidade dos *ratings*). Insta ressaltar que os analistas e as agências de *ratings* muitas vezes falham ao não perceberem dificuldades financeiras evidentes das empresas até o instante em que as próprias corporações divulgam tais dificuldades.

Esse quadro mostra ser fundamental que a regulação da atividade dessas agências seja realizada com mais ênfase pelos Estados e organismos internacionais multilaterais, não apenas por um conjunto de princípios veiculados por meio de códigos de conduta elaborados por organizações privadas formadas por especialistas com ênfase exclusiva na auto-regulação. Esses instrumentos de regulação de alcance internacional devem ser lastreados nos ordenamentos jurídicos nacionais. É fundamental, também, a alteração dos critérios utilizados no processo de classificação, mormente com ampliação do conjunto de variáveis consideradas pelas agências de classificação na definição dos *ratings*. Frise-se, outrossim, que as iniciativas regulatórias devem visar não apenas os interesses dos investidores, mas também a efetivação de direitos sociais, econômicos e culturais.

Em nível nacional órgãos reguladores como a Comissão de Valores Mobiliários, Superintendência de Seguros Privados e o Banco Central deveriam acompanhar de perto as atividades dessas empresas além de estimular a competição entre as mesmas. Este acompanhamento deveria abarcar a regulação das atividades de classificação de risco de crédito bem como o monitoramento regular das agências e dos analistas, incluindo a realização de exames de certificação de proficiências nas áreas do conhecimento demandadas no desempenho da atividade.

CAPÍTULO 05- CONCLUSÃO

Na presente pesquisa, buscou-se, inicialmente, delinear os aspectos positivos e negativos da indústria de *ratings* e seus impactos no sistema financeiro internacional. Constatou-se que os *ratings* soberanos são percebidos como substitutos de diversos indicadores macroeconômicos, oferecendo uma indicação da probabilidade de moratória de um país. Destacou-se ainda que o desenvolvimento e maior integração entre os mercados financeiros têm aumentado a importância das instituições e dispositivos que visam atenuar os transtornos decorrentes da assimetria de informações.

Demonstrou-se que embora previsíveis, os *ratings* são valorados por suprir o mercado com informações adicionais em relação aos dados oficiais. Governantes procuram ser avaliados para que o acesso ao mercado internacional de capitais seja facilitado, haja vista que investidores preferem títulos avaliados (*rated securities*) àqueles não avaliados (*unrated securities*) com risco de crédito aparentemente similar (Cantor e Packer, 1995, p. 38).

Cantor e Packer aduzem que um pequeno número de variáveis explica mais de 90% da variação nos *ratings* soberanos (1996, p. 05). Essas variáveis são renda per capita, crescimento do PIB, inflação, equilíbrio fiscal, equilíbrio das contas externas, endividamento externo, grau de desenvolvimento econômico e histórico de *default*. No entanto, os diversos modelos desenvolvidos na tentativa de identificar e ponderar critérios relativos determinantes não são capazes de explicar todas as variações nos *ratings* entre os países por que fatores qualitativos sociais e considerações políticas também consistem variáveis relevantes.

Os estudos consultados concluem que, via de regra, alta renda per capita está relacionada à *ratings* elevados. Baixa taxa de inflação e baixo nível de endividamento externo também estão permanentemente relacionados a avaliações elevadas. Um alto nível de desenvolvimento econômico, entendido como alto nível de industrialização, aumenta consideravelmente a probabilidade de *ratings* Aa/AA. Por outro lado, como fator negativo, qualquer histórico de default limita os *ratings* soberanos a classificação Baa/BBB ou abaixo.

A dificuldade para avaliar o risco soberano é reconhecida expressamente pela literatura clássica sobre o tema (Cantor e Packer, 1996, p. 45). As próprias agências afirmam as atribuições se baseiam em análises das conjunturas econômica, social e política dos países (Moody's 1991; Moody's 1995; Standard and Pocr's 1994). Isso ocasiona atribuições

subjetivas e dependentes de elementos imponderáveis. Acrescente-se que a definição dos critérios de avaliação utilizados por essas agências é feita de forma reservada, com métodos protegidos por direitos de propriedade intelectual (CHAMPSAUR, 2005, p. 9) e por meio da atuação de comitês compostos pelos seus principais executivos e analistas sem controles externos para garantir a transparência do processo. Trindade e Santos (2009) asseveram que praticamente todas as análises da atual crise apontam para a existência de conflitos de interesse das agências e dos auditores, decorrente do fato de que são remunerados pelos emissores de títulos, e não pelos investidores.

Apesar de reconhecer alguns méritos, a pesquisa tentou demonstrar que existem muitas dúvidas acerca da capacidade antecipatória dos *ratings*, fato parcialmente explicado pela subjetividade das análises e discricionariedade no processo de avaliação. Mereceu destaque, outrossim, a variação da importância relativa atribuída aos fatores políticos e econômicos entre as diferentes agências. Haque et al (1997), encontraram resultados empíricos que revelam diferenças significativas na importância relativa atribuída a esses fatores: “*there are significant differences in the relative importance attached to individual economic factors*”. Cantor e Packer (1995) ressaltam que isso se deve à grande incerteza na mensuração desse tipo de risco.

Outro aspecto que relativiza ainda mais a confiabilidade das avaliações é o alto grau de dissenso nas atribuições das diversas agências. As pesquisas desenvolvidas por Cantor e Packer (1995) colacionadas ao trabalho, demonstraram que essas divergências são muito comuns⁶⁵. No caso das avaliações *below investment grade*, as divergências entre Moody’s e Standard e Poor’s são muito mais freqüentes para títulos soberanos em relação a títulos corporativos.

Ainda quanto aos aspectos adversos provocados pela atuação das agências, buscou-se demonstrar que comportamento pro-cíclico pode ter contribuído para o agravamento de crises financeiras no passado recente, ensejando instabilidade financeira e contágio entre países. O comportamento descrito tem um peso ainda mais decisivo no que tange a países emergentes – como o Brasil – que tem ampla necessidade de captação de recursos no mercado externo para

⁶⁵ Cantor e Parker relatam que a Moody’s e Standard and Poor’s freqüentemente discordam sobre avaliações soberanas realizadas. Citam como exemplo o caso da nota de crédito atribuída ao México por essas agências antes da crise financeira pela qual passou esse país. Standard and Poor’s era mais consideravelmente mais otimista que a Moody’s em 1994, concedendo ao México nota BB+ com um *outlook* positivo para *upgrade*, enquanto a Moody’s classificava as obrigações do México como Ba.

realização de investimentos públicos ou privados. Constatou-se ainda que, em geral, as agências se tornam conservadoras após os graves erros cometidos numa tentativa de reconstrução do seu capital reputacional.

No entanto, apesar de haver “cada vez menos informações contidas nos *ratings* atribuídos pelas agências, estas parecerem estar em contínua prosperidade” (Fracaroli et al, 2009, p. 80). Segundo esses autores, isso se deve a “existência de ineficiências de ordem legal existentes nos mercados financeiros que explicam este paradoxo. Numerosas regras legais e regulamentações dependem substancialmente dos *ratings* e, particularmente, daqueles atribuídos por uma pequena parte das agências de *rating* que fazem parte da *Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations (NRSROs)*”, *verbis*:

Agentes que administram recursos de investidores institucionais, por exemplo, estão submetidos às regulamentações internas da administração dos fundos que atribuem o risco existente na construção das carteiras com base nos *ratings*. Assim, mesmo que os *ratings* não forneçam uma informação adequada sobre os riscos de determinados emitentes, os administradores desses fundos são obrigados a utilizá-los

A partir dessa constatação, buscou-se, sobremaneira, chamar a atenção para a ausência de mecanismos para proteger os investidores de equívocos ou abuso de poder cometidos pelas agências, como ressalta Marwan (2008), *verbis* “(...) *There is no mechanism to protect investors and/or borrowers from mistakes made by CRAs or any abuse of power on their part*”. Acrescenta o autor supracitado que “(...) *There remains the need for more formal regulation to address market failures in the form of imperfect competition and principal-agent problems in the credit rating industry*”. As agências de *rating* e o mercado de investimentos possuem uma relação de quase interdependência e, assim, à exceção de algum enorme escândalo, toda mudança ocorre em ritmo lento e gradual.

Característica marcante dessa indústria é sua alta concentração. HILL (2004, p. 60) ressalta que o mercado mundial é dominado por apenas três dessas agências: Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings que, juntas, detêm cerca de 94% do mercado. Isso enseja um quadro de concorrência imperfeita que leva aos graves problemas relatados no Capítulo 03: *notching*, conflitos de interesses, avaliações não solicitadas, baixo investimento nos países emergentes e utilização de outras práticas questionáveis. Segundo a linha defendida na

dissertação, a saída para essas falhas envolve a alteração do arcabouço regulatório internacional aplicado às agências com medidas para promoção de competição dependentes de ações políticas, em nível nacional e internacional, para encorajar o estabelecimento de novas agências.

A propósito, Schumpeter, em *Theory of Economic Development* (1912), aduz que as empresas tendem a criar, em muitos casos, algum tipo de restrição à atuação e de entrada de novos concorrentes no mercado para sobreviver nesse ambiente hostil. Mesmo por isso a legislação antitruste visa precipuamente exercer algum tipo de controle sobre atos de concentração e sobre as condutas de empresas que detêm poder de mercado. É que o interesse na obtenção de lucros pode afetar sua capacidade técnica de avaliação. Afinal, conforme defende a OCDE (1992), ao Estado cabe a responsabilidade de atuar como garantidor da cidadania econômica.

Levando-se em consideração que as agências operam num contexto de mercado altamente concentrado e não regulado, causa surpresa que seus pronunciamentos produzam efeitos tão relevantes a ponto de determinar a qualidade, o preço e as condições do financiamento soberano dos países. Buscou-se demonstrar que as atribuições de *rating* soberano configuram um complicador adicional à liberdade de definição da orientação da política econômica. Especialmente quando se trata de países em desenvolvimento.

Os pronunciamentos afetam, limitam e condicionam seriamente a condução da política macroeconômica nacional e a capacidade dos países financiarem atividades essenciais. Isso por que, de um lado a sociedade demanda efetivação de direitos consagrados no texto constitucional. Do outro, credores internacionais, objetivando o retorno de seus investimentos, postulam a observância de políticas econômicas ortodoxas (corte de gastos para saldar obrigações financeiras assumidas).

Ocorre que se a aplicação de recursos para consecução de objetivos redistributivos implicar no aumento das despesas internas em detrimento do pagamento das obrigações internacionais, as avaliações tendem a ser menos favoráveis. Isso dificulta o acesso ao crédito no mercado internacional afetando, até mesmo, a continuidade das políticas sociais por que os orçamentos nacionais costumam não suportar as despesas, o que demanda financiamento internacional. O alinhamento da política econômica com os interesses dos credores pode levar a *ratings* mais elevados por que um histórico positivo no

cumprimento de obrigações financeiras é fator determinante na obtenção de boas avaliações. Paradoxalmente, ao final esse processo pode viabilizar a obtenção de novos empréstimos ou refinanciamento em condições mais favoráveis.

Vê-se, assim, que as avaliações divulgadas pelas agências podem ser “entendidas como mecanismos indiretos de intervenção na política econômica dos países, por meio da canalização e parametrização das opiniões difusas dos agentes do mercado financeiro internacional sobre as condições econômicas de um determinado país. Esses mecanismos e sua funcionalidade são fundados essencialmente no caráter fiduciário das relações creditícias internacionais e das relações de cooperação e coordenação monetária entre os Estados e dos Estados com atores privados” (Marcos Faro de Castro *apud* Pinheiro, 2009, p.113).

A partir do cenário descrito, entendemos que a regulação da atividade das agências de classificação de risco deve ser realizada com mais ênfase pelos Estados e pelos organismos internacionais multilaterais, não apenas por um conjunto de princípios veiculados por meio de códigos de conduta elaborados por organizações privadas formadas por especialistas com ênfase na auto-regulação como o Código IOSCO. Defende-se, assim a construção de um arcabouço regulatório estatal específico sobre o tema.

A propósito, transcreve-se relatório da CESR⁶⁶ (European Commission Committee of European Securities Regulations):

The reason for having a regulatory mechanism should rather be that there exists some market failure that has to be dealt with. In essence, all the issues discussed in the previous chapter arise, because of the existence of conflict of interests between the CRAs and the issuers and/or the users of ratings (the investors). This type of conflict of interests between professional players on the financial markets are natural and exist in numerous areas of the markets. They become especially apparent in the rating market because of the lack of balance of power between the different players. Issuers are relatively weak compared to the CRAs because of their dependence on the ratings they get. Investors have not historically invested large resources in improving rating agencies' behaviour because of CRAs insufficient transparency on its operations. This meant that

⁶⁶ CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies (March 2005: 51).

CRA's historically have a very strong position. What the IOSCO Code is trying to do is to rebalance the interests between the different players.

Importa salientar que essas iniciativas regulatórias devem contemplar não apenas os interesses dos investidores, mas visar a salvaguarda de direitos sociais, econômicos e culturais. Defende-se que esses instrumentos de regulação sejam previstos em tratados internacionais devidamente incorporados aos ordenamentos jurídicos nacionais após aprovação pelas respectivas casas legislativas. Mostra-se fundamental, outrossim, a alteração dos critérios utilizados no processo de classificação, mormente com ampliação do conjunto de variáveis consideradas pelas agências de classificação na definição dos *ratings*.

Entendemos, ainda, ser oportuna a inclusão desse tema na agenda do Governo brasileiro nas discussões travadas nos diversos foros econômicos internacionais. Principalmente num momento de intensas discussões sobre a necessidade de mudanças na regulação financeira e bancária dentro das fronteiras dos Estados Unidos da América que repercutirão, por diversos motivos, fora daquele país.

Numa análise comparada, demonstrou-se que tais agências são relativamente reguladas no exterior e praticamente não reguladas no Brasil, sendo que não dependem de qualquer registro prévio em qualquer órgão regulador nacional para iniciarem seu funcionamento⁶⁷. Destarte, propõe-se neste trabalho a formulação de marco regulatório específico sobre o tema em nível nacional sendo que órgãos reguladores como a Comissão de Valores Mobiliários, Superintendência de Seguros Privados e o Banco Central devem acompanhar de perto as atividades dessas empresas e estimular a competição entre as mesmas. Este acompanhamento deve abranger a própria regulação das atividades de classificação de risco e monitoramento regular das agências e dos analistas, incluindo a realização de exames de certificação de proficiência nas áreas do conhecimento demandadas no desempenho da atividade.

Com base nas constatações ora sintetizadas, buscou-se nesta dissertação demonstrar a necessidade de reforma do marco regulatório aplicável às agências de classificação de risco soberano. Defende-se, assim, a formulação de mecanismos capazes de resolver o déficit de

⁶⁷ Conforme demonstrado no Capítulo 4, nos EUA desde o Credit Rating Reform Act, de 2006, as agências de *rating* são obrigadas a se registrar na SEC utilizando o Form NSRO (National Recognized Statistical Organizations).

legitimidade que caracteriza o modelo atual, buscando-se, especialmente, a democratização do acesso aos processos de produção normativa.

Quanto a auto-regulação, entendemos, assim como Trindade e Santos (2009), que esta pode ser realizada de maneira mais efetiva de modo a servir à própria renovação da percepção ética dos agentes de mercado, que não deve ser abandonada. Não se pode imaginar que o estado será capaz de monitorar e punir todas as transgressões. Trindade e Santos (2009, p.54) acrescentam que “(...) Tampouco as punições, embora fundamentais, são suficientes, por si só, para a manutenção de um mercado saudável. Somente a conjugação de padrões éticos elevados com uma supervisão atenta de auto-reguladores e reguladores será capaz de reduzir os casos de má atuação e de fraude”.

Ressalte-se, por fim, que as propostas de reformas descritas no último capítulo deste trabalho não se pretendem suficientes para empreender a mudança qualitativa no arcabouço regulatório concernente às agências de *rating*. Tratam-se de contribuições genéricas que apontam caminhos para uma agenda de pesquisa futura. A pesquisa elaborada deixou algumas percepções que podem ser exploradas e aprofundadas posteriormente. Neste sentido, sugere-se estudos sobre a) responsabilidade das agências de *rating* por danos decorrentes de sua atuação e mecanismos de responsabilização; b) estudo comparado da regulação das agências de *rating* em diversas jurisdições e c) sobre os efeitos dos *ratings* atribuídos ao Brasil nos títulos soberanos emitidos pelo país.

A realização destes estudos pode enriquecer a discussão sobre o tema e contribuir para uma eventual regulação das atividades prestadas pelas agências de classificação de risco no Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARBIX, Glauco. *Mecanismos Sútis: Tecnologia e Crescimento Econômico*. Novos Estudos CEBRAP 77, março, 2007, p. 37-46. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002007000100003&script=sci_arttext>

AMARAL, Gustavo. *Direito, Escassez & Escolha: em busca de critérios Jurídicos para lidar com a escassez de recursos e as decisões trágicas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

ARIDA, Pérsio. *A Pesquisa em Direito e em Economia: Em Torno da Historicidade da Norma*. Disponível em <http://www.direitogv.com.br/subportais/RDGV_01_p011_022.pdf>

ARIDA, Pérsio; BACHA, Edmar; LARA-RESENDE, André. *Crédito, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*, em F. Giavazzi, I. Goldffajn e S. Herrera (orgs.) *Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*. MIT Press, 2003, p. 265-94

BACHA, Edmar. *Por que o juro é tão alto e o crescimento tão baixo?* Notas para um colóquio no CBPF, 27 de maio de 2008.

BACHA, Edmar; HOLLAND, Márcio; GONÇALVES, Fernando M. *Is Brazil Different? Risk, Dollarization, and Interest in Emerging Markets*. IMF Working Paper 07/294, dez/2007

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *The Role of Ratings in Structured Finance*. BIS, 2007. p. 22.

BARRAL, Welber. (org.) *Direito e desenvolvimento. Análise da ordem jurídica brasileira sob a ótica do desenvolvimento*. São Paulo: Singular, 2005

BATHIA, Ashok Vir (2002). *Sovereign Credit Ratings Methodology: an Evaluation*. IMF Working Paper 02/170, IMF

BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*. 4.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007

BLACK, Julia. *Constitutionalising Self-Regulation*. 1996 *Modern Law Review* 59, p. 24

BOBBIO, Norberto. *A Era dos Direitos*. Trad. Carlos Nelson Coutinho. Rio de Janeiro: Campus, 1992.

BOBBIO, Norberto. *Teoria do Ordenamento Jurídico*. Tradução: Maria Celeste C. J Santos. Brasília:UnB, 1999.

BONGINI, P., LAEVEN, L., and G. Majnoni, (2001), *How Good is the Market at Assessing Bank Fragility? A Horse Race between Different Indicators*, Policy Research Working Paper, World Bank.

BORIO, C. and F PACKER (2004). *Assessing new perspectives on country risk*. *BIS Quarterly Review*, December: 47-65

BRASIL, Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Promulgada em 5 de outubro de 1988

BRASIL – MINISTÉRIO DA JUSTIÇA. *Parecer da Secretaria de Direito Econômico - Ato de Concentração n.08012.003203/2003-81*, 2003.

CHAMPSAUR, Amélie. *The Regulation of Credit Rating Agencies in the U.S. and the E.U.: Recent Initiatives and Proposals*. LL.M. Paper. Harvard Law School. Seminar in International Finance. May 2005

CANTOR, R; PARKER, F. *Sovereign Credit Ratings*. Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Nova York, v.1, n.3, p.1-6, jun. 1995. Disponível em: http://www.newyorkfed.org/rmaghome/curr_iss/1995.htm.

———. *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, Nova York, v.2, n.2, p.37-54, dez. 1996. Disponível em: http://www.newyorkfed.org/rmaghome/econ_pol/1996.htm.

———. *Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry*, *Journal of Banking and Finance* **21**: 1395-1417 (1997)

CANUTO, O, SANTOS, P. *Risco-Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes – Ministério da Fazenda/Secretaria de Assuntos Internacionais*. Disponível em: http://www.fazenda.gov.br/portugues/temas_economia_1.pdf

CAROTHER, Thomas. *The Problem of Knowledge*. In *Promoting the Rule of Law Abroad*, In search of knowledge Carnegie Paper nº 34, Janeiro 2003 Disponível em < <http://www.carnegieendowment.org/publications/index.cfm?fa=view&id=1169> >

CASTRO, Marcus Faro de. *Instituições econômicas: Evolução de Seus Elementos Constitucionais da Sociedade de Mercado*. Revista de Direito Empresarial, Curitiba, nº 6, jul/dez 2006. p. 59

———. *Direitos Sociais, Econômicos e Culturais: Uma Abordagem Pós-neo-clássica*. Revista Jurídica da Casa Civil, Vol. 7, nº 75. 2005

CASTRO, Paulo Rabello de. *Rating Agency Regulation in Brazil*. São Paulo: SR Rating. Notas preparadas para o seminário “Regulação das Agências de Rating” organizado pela BOVESPA, 2004

CAVALCANTI, Clóvis (Org.). *Desenvolvimento e Natureza: Estudos para uma sociedade sustentável*. INPSO/FUNDAJ, Instituto de Pesquisas Sociais, Fundação Joaquim Nabuco, Ministerio de Educacao, Governo Federal, Recife, Brasil. Outubro 1994. p.262. Disponível: <http://168.96.200.17/ar/libros/brasil/pesqui/cavalcanti.rtf>

CLAESSENS, S; EMBRECHTS, G. Basel II, *Sovereign Ratings and Transfer Risk: External versus Internal Ratings*. In: BASEL II: AN ECONOMIC ASSESSMENT, 1, 2002, Basiléia. Anais. Basiléia: Bank for International Settlements, mai. 2002. pp.1-27. Disponível em: <http://www.bis.org>.

CHAMPSAUR, Amélie. *The Regulation of Credit Rating Agencies in the U.S. and the E.U.: Recent Initiatives and Proposals*. LL.M. Paper. Harvard Law School. Seminar in International Finance. May 2005

CHANG, Ha-Joon. *Kicking away the ladder: development strategy in historical perspective*. Londres: Anthem Press, 2002

CHANG, Ha-Joon. *Breaking the mould: an institutionalist political economy alternative to the neo-liberal theory of the market and the state*. Cambridge Journal of Economics, v. 26, p. 539-559, 2002a

CHIMNI, B. S. *International Institutions Today: An Imperial Global State in the Making*. European Journal of International Law, Vol. 15, nº1, 2004. p. 7.

CESR (2005). CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies. The Committee of European Securities Regulations, ref: CESR/05-139b.

CIA THE WORLD FACTBOOK < <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/> >

COSTA, Carlos, *in Dívida Pública A Experiência Brasileira*, 2009, p. 81

EATON, J.; GERSOVITZ, M. *Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis*. Review of Economic Studies, 48, 1981.

ELKHOURY, Marwan. *Credit Rating Agencies And Their Potential Impact On Developing Countries*. United Nations Discussion Papers nº 186, Janeiro 2008.

FARACO, AD. *Regulação e Direito Concorrencial: uma análise jurídica da disciplina da concorrência no setor de telecomunicações*. São Paulo, 2001. 408 f. Tese Doutorado em Direito - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

FEDER, G.; UY, L. *The Determinants of International Creditworthiness and Their Implications*. Journal of Policy Modeling, 1, 1985

FERREIRA, João M. S. *Evolução dos Investimentos no Brasil: uma análise econométrica*. EESP-FGV: Dissertação de Mestrado, 2005.

FMI-FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *International Capital Market: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. Washington, set. 1999. capítulos IV e V e anexos IV, V e VI. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/index.htm>.

G. Ferri. *More Analysts, Better Ratings: Do Rating Agencies Invest Enough in Less Developed Countries?* Journal of Applied Economies, Vol. VII, n 1 (Maio 2004), pgs 77-98

Ferri, L.-G. Liu and J. E. Stiglitz. *The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian*. Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 28, no. 3-1999, pp. 335-355

FITCH RATINGS. *Sovereign Rating Methodology*. Nova York: Fitch Ratings, ago. 1998. 16p.(Criteria Report).Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.fitchratings.com/>.

FITCH RATINGS. *Sovereign Distressed Debt Exchanges*. Nova York: Fitch Ratings, mai. 2003a.22p. (Criteria Report).Disponível, mediante registro gratuito, em: <http://www.fitchratings.com/>.

FMI - FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *International Capital Market: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. Washington, set. 1999. capítulos IV e V e anexos IV, V e VI. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/index.htm>.

FRASCAROLI, B.; SILVA L.; SILVA FILHO, O. *Os Ratings de Risco Soberano e os Fundamentos Macroeconômicos dos Países: Um Estudo Utilizando Redes Neurais Artificiais*. Revista Brasileira de Finanças 2009 Vol. 7 N 01

GARCIA JUNIOR, Renê. *Os fundamentos econômicos para uma teoria da regulação em Mercado de Capitais em Processo de Globalização*. Rio de Janeiro: Revista da CVM, n.34, p.13-25, jan.2002

GILLIGAN, George P. *Regulating the Financial Services Sector*. Londres, Reino Unido: Kluwer Law International Ltd., 1999.

GÓMEZ, Roberto Jimenez. *Análisis del proceso de formulación de políticas para La reforma del sector eléctrico y su potencial incidencia en el marco institucional y la producción con fuentes renovables*. Tese Doutorado. Ciudad Universitaria Rodrigo Facio, Costa Rica, 2009

GRAJZL, Peter and MURRELL, Peter, *Allocating Lawmaking Powers: Self-Regulation vs. Government Regulation*. Journal of Comparative Economics, Vol. 35, Nº 3, Setembro de 2007. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=870888

GRAU, E.R. *A ordem econômica na constituição de 1938 (interpretação e crítica)*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 1998, p. 122

GROSSMAN, H.; HUYCK, J.V. *Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation and Reputation*. American Economic Review, 78, 1988.

HABERMAS, Jürgen. *Direito e Democracia: entre facticidade e validade*. Trad. Flávio Beno Siebeneichler. t I. e II. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1997

HALL, Robert E., and CHARLES I. Jones. *The Productivity of Nations*. NBER, Working Paper n° 5812, 1996

HALL, Robert E., and CHARLES I. Jones *Why do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?* The Quarterly Journal of Economics, February 1999

HAQUE, Nadeem Ul, KUMAR, Manmohan S, MARK, Nelson, and MATHIESON, Donald J. *The Economic Content of Indicators of Developing Country Creditworthiness*. International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 43, No. 4, December 1996

_____. *The Relative Importance of Political and Economic Variables in Creditworthiness Ratings*. IMF Working Paper 98/46.

HILL, Claire A., *Regulating the Rating Agencies*. Washington University Law Quarterly, Vol. 82, p. 43, 2004. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=452022>

HULTEN, Charles R. and ISAKSON, Anders. *Why Development Levels Differ: The Sources of Differential Economic Growth in a Panel of High and Low Income Countries (October 2007)*. NBER Working Paper n° W13469. Disponível em < <http://www.nber.org/papers/w13469> >

IOSCO. Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. IOSCO, 2004. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>

_____. Review of Implementation of the IOSCO Fundamentals of a Code of Conduct *Credit Rating Agencies – Consultation Report*. Disponível em <http://www.iosco.org/librar y/pubdocs/pdf/IOSCOPD233.pdf>

KAMINSKY, Graciela & SCHMUKLER, Sergio L., 2002. *Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?*, World Bank Economic Review, Oxford University Press, vol. 16(2), pages 171-195, August

KARMEL, Roberta S. Realizing the Dream of William O. Douglas – The Securities and Exchange Commission Takes Charge of Corporate Governance. 2004 pp. 28 e 29, Disponível para consulta em <http://ssrn.com/abstract=525522>

KOMATSU, Suely. *A criação de um ambiente regulatório no Brasil. Mecanismos de controle social e o processo de institucionalização das agências reguladoras federais*. Tese Doutorado Escola Administração Empresas FGV. São Paulo. 2004

LARRAÍN, Guillermo, Helmut REISEN and Julia von MALTZAN (1997), *Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings*, OECD Development Centre Technical Paper, N° 124, April.

LOYOLA, Gustavo. *Opinião - O fiasco das agências de classificação de risco*. Valor Econômico 03/03/2008. Disponível na resenha eletrônica do Ministério da Fazenda em <http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=444371> Acesso em 02/09/2010

MACHADO, Renata Moraes, *Ratings Soberanos do Brasil: um estudo sobre os impactos de suas mudanças sobre o spread do c-bond*. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração. 2005

MANKIW N. G. *Introdução à Macroeconomia*. Tradução de Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

MANKIW N. G; ROMER D.; WEIL David N. *A Contribution to the Empirics of Economic Growth*. The Quarterly Journal of Economics, vol 107, n° 2 (May, 1992, 407,437)

MARAUHN, Thilo. Introduction: *The Regulatory Dilemma in International Financial Relations*. In.: GROTE, Rainer and MARAUHN, Thilo. *The Regulation of International Financial Markets*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006. p. 14-16

MARTÍNEZ, Juan, SANTISO, Javier. *Financial Markets and Politics: The Confidence Game in Latin American Emerging Economies*. International Political Science Review, Vo. 24, No. 3

MATIJASCIC Milko; DIAS, María Piñon Pereira; HIGA, Ana Paula. *Desenvolvimento e experiências nacionais selecionadas: percepções com base nos indicadores comparativos internacionais* – IPEA. Comunicado da Presidência nº 15, 19 de novembro de 2008

MERCURO, N. e MEDEMA, S. (1997) *Economics and Law – From Posner to Post-Modernism*. Princeton: Princeton University Press

MICELI, Thomas. *The economic approach to law*. Stanford: Stanford University Press, 2004

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Opening the Black Box: The Rating Committee Process* at Moody's, jul. 1999b. 8p. (Rating Methodology). Disponível em: <http://www.moody.com/>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Revisão da Política de Teto Soberano*. Nova York: Moody's Investors Services, jun. 2001. 4p. (Metodologia de Rating). Disponível em: <http://www.moody.com.br>.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. Sistema de Ratings da Moody's em Resumo. Disponível em: <http://www.moody.com.br>. Acesso em 19/03/2010

MOORE, Sally Falk. *Law as a process: an anthropological approach - Uncertainties in situations, indeterminacies in culture*. Londres: Routledge & Kegan Paul, 1975.

MORA N (2005). *Sovereign Credit Ratings: Guilty Beyond Reasonable Doubt*. Journal of Banking & Finance 30 (2006) 2041- 20621

MOURA, Heber José de. *Avaliando o Credit Rating de Agências Classificadoras Externas – Assessing Credit Ratings Attributed By External Risk Classification Agencies*. Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos 3(3):221-228, setembro/dezembro 2006.

MULCAHEY, Dave. *Tranche Warfare. Who Will be left holding the bag as subprime mortgages go bad?* In *These Times*, Julho. Disponível em <http://www.inthesetimes.com/article/3275/tranche_warfare/> acesso em 13/08/2010

NICKELL, P., PERRAUDIN, W., and S. VAROTTO (2000). *Stability of Rating Transitions*. Journal of Banking and Finance 24: 203-27.

PRZEWORSKI, Adam. *A última instância: as instituições são a causa primordial do desenvolvimento econômico?*. *Novos estudos - CEBRAP* [online]. 2005, n.72 , pp. 59-77 . Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002005000200004&lng=en&nrm=iso>.

PEUKERT, Helge. *Bridging Old and New Institutional Economics: Gustav Schmoller and Douglass C. North, Seen with Old Institutionalists' Eyes*. European Journal of Law and Economics, vol.11(2); pp. 91-130; 2001

PEREIRA, José Matias. *Políticas de defesa da concorrência e de regulação econômica: as deficiências do sistema brasileiro de defesa da concorrência*. Revista de Administração Contemporânea, vol 10, nº 02. Curitiba Apr/June 2006

POLANYI, Karl. *The Great Transformation – the Political and Economic Origins of our Time*. Boston: Beacon Press, 2001

RAVALLION, Martin. *Competing concepts of inequality in the Globalization Debate*. In: Collins, Susan & Graham, Carol (orgs.). Brookings Trade Forum 2004. Washington DC: Brookings Institution, pg 1-38

REINHART, Carmen. *Default, Current Crises and Sovereign Credit Ratings*. The World Bank Economic Review, Vol. 16, No 2, pgs. 151-170

OECD. *Regulatory reform, privatization and competition policy*. 1992. Disponível em <http://www.oecd.org>

OECD. *The OECD Report on Regulatory Reform*. Synthesis, Paris, 1997

SALOMÃO FILHO, C. *Direito Concorrencial: as estruturas*. São Paulo:Malheiros, 1998. p 195

SEC. *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*. Washington, Estados Unidos: SEC, janeiro, 2003.

SCHUMPETER, J. A. (1912) *The Theory of Economic Development*. With an Introduction by John E. Elliott. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers

SOLOW, Robert. *A contribution to the theory of economic growth*. Quarterly Journal of Economics, 70, fev. 1956, pp. 65-94

STANDARD AND POOR'S. *Risco Soberano e Ratings acima do Soberano*. São Paulo, 23/07/2001. Disponível, mediante prévio registro em <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/ps/la/page.article/2,1,8,0,1053135610857.html>. Acesso em 18/03/2010

PIETRO, Maria Sylvia Zanella Di. *Limites da função regulatória das agências diante do princípio da legalidade*. In: Direito Regulatório: Temas Polêmicos. Belo Horizonte: Forum, 2003. p. 27-30

PINHEIRO, Thiago Jabor. *Aspectos Jurídicos da Governança do Sistema Financeiro Internacional (1945-2009)*. Dissertação de Mestrado. Universidade de Brasília. 2009

POWEL, Andrew e MARTÍNEZ, Juan Francisco. *On Emerging Economy Sovereign Spreads and Ratings*. Inter-American Development Bank. Oxford University. Janeiro 2008

SYLLA, R., (2002), *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*. in R.M. Levich, G. Majnoni, and C. Reinhart, eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Dordrecht, Boston and London, Kluwer Academic Publishers.

TRINDADE, M. F. ;SANTOS, Aline de Menezes . *Regulação e Autorregulação no Brasil e a Crise Internacional*. 2009 (artigo).

WALL STREET JOURNAL ONLINE. *How Rating Firms' Call Fueled the Subprime Mess*. (http://online.wsj.com/article/SB118714461352658015.html?mod=hpp_us_whats_new)

WHARTON UNIVERSIA. *A reforma das agências de classificação de risco: os EUA adotarão regras mais rígidas como na Europa?* Disponível em <http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=1723&language=portuguese>

WHITE, Lawrence J. cap. 2 in *International financial markets: harmonization versus competition*. Washington, E.U.A.: The AEI Press, 1996

YAZBEK, Otávio, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 208 e ss

**ESCOLA DE GOVERNO PROFESSOR
PAULO NEVES DE CARVALHO**
Alameda das Acácias, 70 - São Luís - Pampulha
Belo Horizonte - Minas Gerais - Brasil
CEP: 31275-150

Telefones:

Diretoria Geral: 3448 9713
Diretoria Adjunta: 3448 9589
Superintendência de Pós-Graduação e Pesquisa: 3448 9422
Superintendência de Graduação: 3448 9571
Superintendência de Extensão: 3248 3522
Secretaria Geral: 3448 9593 - 3448 9591
Secretaria de Ensino: 3448 9595
Coordenação do Colegiado de Mestrado: 3448 9594
Coordenação do Colegiado de Especialização: 3448 9635
Coordenação do Colegiado de Graduação: 3448 9592

Fax: (31) 3448 9613

E-mail: eg.fjp@fjp.mg.gov.br

