



Moody's América Latina
Av. Das Nações Unidas, 12551
16º andar – Conj.1601
04578-903 – São Paulo, SP
(55-11) 3043-7300 tel
(55 11) 3043-7311 fax
www.moody's.com

São Paulo, 23 de fevereiro de 2012.

Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Rua Sete de Setembro, 111 - 2º, 3º, 5º, 6º (parte), 23º andar - Centro
CEP – 20159-900 Rio de Janeiro - RJ - Brasil
audpublica1611@cvm.gov.br

Ref.: Comentários à minuta da Instrução para Regulamentação das Agências de Classificação de Risco de Crédito (a “Minuta”)

I. Introdução

A Moody's América Latina Ltda. (“Moody's”) agradece a oportunidade de apresentar seus comentários à CVM acerca da Minuta. Nos últimos anos, várias propostas sobre a estrutura regulatória do setor de serviços financeiros têm sido objeto de vigorosos debates públicos. Acolhemos a oportunidade de discutir, junto às autoridades e aos agentes de mercado, o papel das agências de classificação de risco de crédito (“CRAs”) e o valor que as classificações de risco de crédito, ou *ratings*, podem aportar aos mercados. Não somos contrários ao estabelecimento de um ordenamento regulatório para as CRAs no Brasil, que seja consistente com seu papel limitado de analistas independentes dos mercados de crédito.

Acreditamos, entretanto, que muitas das exigências propostas na Minuta podem, caso esta venha a ser aprovada, involuntariamente gerar consequências negativas sobre a qualidade, a integridade e a transparência dos *ratings* e, conseqüentemente, aos mercados financeiros brasileiros. Em particular:

- Acreditamos que as exigências propostas de divulgação de opiniões “preliminares” de *rating* não impedirão a ocorrência de situações do tipo *rating shopping*. Ao contrário, os emissores serão incentivados a realizar a prática do *rating shopping* em um estágio anterior no processo, que não esteja coberto pelas regras. Além disso, tais exigências de divulgação provavelmente desestimularão os emissores a abordarem CRAs cujas metodologias de classificação de risco sejam mais conservadoras e, portanto, poderiam reduzir a concorrência entre elas na produção de classificações de risco de alta qualidade.
- Acreditamos que os deveres propostos de lealdade e diligência perante todos os usuários de *ratings* podem enfraquecer o papel das CRAs como analistas independentes, e que tais

deveres poderiam encorajar os investidores a enfatizarem de modo excessivo as classificações de risco de crédito, ao invés de conduzirem suas próprias análises de crédito.

- Também acreditamos que alguns aspectos dos padrões de divulgação previstos no Artigo 10 interpretam erroneamente a natureza dos *ratings* e o papel das CRAs nos mercados financeiros.
- A Moody's receia que as obrigações de relatar, previstas no inciso II do Artigo 19 e no inciso II do Artigo 21, sirvam para obrigar as CRAs e seus funcionários a relatarem eventuais más condutas de pessoas alheias à CRA. A Moody's também acredita que tais exigências de divulgação podem desencorajar os emissores e outros agentes de mercado a serem francos em suas discussões junto às CRAs e, dessa maneira, afetarem negativamente a qualidade dos *ratings*. Também acreditamos ser inadequada a exigência de que uma CRA relate à CVM eventos ou indícios de violação à legislação envolvendo a CRA ou os seus funcionários, uma vez que tal obrigação de denunciar pode desestimular os administradores de monitorarem a conduta da CRA e de seus funcionários.
- Finalmente, nossa recomendação é contrária às exigências de divulgação pública dos nomes e qualificações dos membros do comitê de *rating*, uma vez que tais exigências são inconsistentes com o fato de os *ratings* representarem a opinião da Moody's, e não a de um indivíduo ou grupo qualquer. Além disso, divulgar os nomes dos membros do comitê de *rating* aumenta o risco de terceiros tentarem influenciar tais indivíduos sobre a forma em que devem opinar e votar em comitês futuros.

Discutimos detalhadamente essas questões abaixo, bem como apresentamos nossas sugestões de alteração à Minuta.

II. Divulgações Relativas a Situações de *Rating Shopping* Não Sana o Problema ou Melhora o Entendimento do Investidor

Os Artigos 12 e 14 da Minuta proposta estabelecem, em parte, que cada CRA deverá divulgar e fornecer à CVM "relatórios de classificação de risco que a agência tenha elaborado, incluindo as opiniões preliminares emitidas em decorrência de pedido de análise ou consulta preliminar." (Grifos nossos) A CVM indicou que a exigência de divulgação de opiniões preliminares tem por propósito tratar do problema de *rating shopping*. *Rating shopping* é uma prática prejudicial adotada por alguns emissores, patrocinadores, estruturadores e/ou subscritores em relação aos *ratings*. O controle exclusivo dos emissores sobre a disseminação das informações necessárias para analisar uma emissão de dívida possibilita a ocorrência de *rating shopping*. Isso é particularmente endêmico nos mercados com obrigações de divulgação limitadas pelos emissores, tais como os mercados financeiros estruturados. Esses mercados opacos podem facilitar o *rating shopping* mediante a restrição da capacidade das CRAs (independentemente de serem pagas pelo emissor), de outros analistas e, sobretudo, dos investidores de avaliar, de maneira autônoma, o risco de crédito dos emissores ou de emissões de dívidas.

Compartilhamos a preocupação da CVM sobre essa prática. Conforme discorreremos abaixo, entretanto, acreditamos que essas regras não aumentarão o entendimento do investidor sobre a prática e não impedirão o *rating shopping*. Ademais, elas poderiam reduzir a concorrência das CRAs tendo como base a qualidade do *rating*.

Se uma CRA divulgar uma opinião preliminar, tudo que um investidor poderá saber é que pode ter ocorrido uma situação de *rating shopping*. Tal divulgação, contudo, não indicaria, de

maneira definitiva, que o emissor selecionou os *ratings* utilizados em uma emissão de dívida exclusivamente por serem os mais elevados. Existem outros motivos para um emissor escolher o *rating* de uma CRA sobre o de outra, tais como:

- histórico da CRA com relação à capacidade de previsão de seus *ratings*,
- opiniões sobre a qualidade das metodologias da CRA e o conhecimento de seus analistas sobre o respectivo setor ou classe de ativos, e
- considerações sobre a integridade, os honorários da CRA, ou a eficiência dos processos de classificação de risco da CRA.

Consequentemente, a divulgação de uma opinião preliminar pode levar um investidor a concluir equivocadamente que os *ratings* utilizados na oferta são menos confiáveis do que a opinião preliminar. Ademais, divulgar opiniões preliminares que não estão baseadas em informações completas e definitivas pode exacerbar o problema, uma vez que os investidores podem concluir que a opinião preliminar, a qual podem não perceber estar baseada em informações antigas ou incompletas, é mais confiável do que o *rating* selecionado pelo emissor. Finalmente, divulgar opiniões preliminares não ajudará os investidores a identificarem quais *ratings* são confiáveis.

Se esta regra de divulgação for adotada, provavelmente criará a impressão equivocada de que nenhum *rating shopping* ocorreu. Alguns emissores encontrarão formas para evitar que essa exigência seja aplicada. Por exemplo, ao invés de buscarem classificações de risco preliminares junto a algumas CRAs, os emissores poderão estar mais inclinados a não abordarem as CRAs conhecidas por adotar metodologias mais conservadoras. (Esta prática já ocorre, mas a nova exigência de divulgação poderá reforçá-la.) Os emissores também estarão menos dispostos a abordarem novas CRAs, ou CRAs que estejam iniciando uma nova área de atuação, por estarem menos familiarizados com as metodologias e procedimentos de classificação de risco dessas CRAs. Isso poderia afetar negativamente a concorrência com base na qualidade dos *ratings* no mercado das CRAs, ou seja, ao dificultar a entrada no mercado às CRAs ou expansão do seu escopo de cobertura e/ou a concorrência de CRAs mais conservadoras. Alternativamente, os emissores poderiam simplesmente apresentar “cenários” às CRAs e alegar que não buscavam um *rating* preliminar. Dizendo de uma forma mais simples, é mais do que provável que os emissores continuarão a praticar *rating shopping*, mas moverão esta prática a um estágio anterior no processo em que as exigências de divulgação não se apliquem.

A regra proposta pela CVM também pode ter uma segunda consequência negativa involuntária, conforme segue. Especificamente, é possível que a regra afaste emissores e subscritores, com o receio de que possam acidentalmente despertar a exigência de divulgação, de discussões analíticas com as CRAs que, de outro modo, poderiam auxiliá-los a melhor compreender suas metodologias e ajudarem seus analistas a permanecerem bem informadas sobre o mercado. Ficamos preocupados com qualquer regra que possa restringir tais discussões, uma vez que estas promovem transparência ao processo de classificação de risco, ajudam a aprimorar o entendimento dos agentes de mercado das metodologias das CRAs, e auxiliam as CRAs a aumentarem a qualidade de suas metodologias e análise de *rating*.

Conforme mencionado anteriormente, a prática de *rating shopping* ocorre tipicamente em mercados em que as exigências de divulgação para emissores são limitadas, tais como os mercados financeiros estruturados de vários países. Se a CVM estiver preocupada com a prática de *rating shopping* no Brasil, acreditamos que a maneira mais eficaz de tratar do problema seja mediante a identificação, pela CVM, daquelas áreas dos mercados financeiros brasileiros que são relativamente

opacas, e, então, o posterior aprimoramento do regime de divulgação compulsório para emissores que atuem nesses mercados. A maior transparência dificultará aos emissores de praticarem *rating shopping*, pois as CRAs e outros analistas de mercado terão acesso à informação necessária para publicar suas próprias opiniões. Da mesma forma, os investidores terão acesso a mais informações para avaliar os títulos e a qualidade das opiniões que as CRAs e outros analistas de mercado disponibilizam.

Por esses motivos, acreditamos firmemente que as CRAs não devam ser obrigadas a divulgar publicamente opiniões preliminares ou *ratings* que o emissor opte por não utilizar. Recomendamos, assim, que o Artigo 12(IV), o parágrafo único do Artigo 12 e o Artigo 14(III) sejam alterados da seguinte maneira:

“Artigo 12. A agência de classificação de risco de crédito deve manter página na rede mundial de computadores com as seguintes informações: ...

IV – relatórios de classificação de risco de crédito que tenha elaborado, ~~inclusive as opiniões preliminares emitidas decorrentes de pedido de análise ou consulta preliminar.~~

~~A divulgação prevista no inciso IV do caput deve ser feita independentemente de o requerente ter contratado em definitivo a agência para a elaboração da classificação de risco.~~

Artigo 14. A agência de classificação de risco de crédito deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações eventuais: ...

III – relatórios de classificação de risco de crédito que tenha elaborado, ~~inclusive as opiniões preliminares emitidas decorrentes de pedido de análise ou consulta preliminar, divulgados de acordo com o inciso IV do artigo 12.”~~

Se a CVM, mesmo assim, decidir exigir que as CRAs divulguem opiniões preliminares, recomendamos que esta disposição esteja de acordo com outras regulamentações internacionais, tais como a Regulamentação da União Europeia sobre Agências de Classificação de Risco de Crédito (a “Regulamentação da UE”), que somente exige divulgações sobre instrumentos financeiros estruturados, uma vez que este é o único segmento do mercado mundial no qual a prática de *rating shopping* ocorreu de uma forma sistemática. Também recomendamos que a exigência de divulgação esteja alinhada com a disposição II.4 da Seção D do Anexo 1 da Regulamentação da UE, que não exige a divulgação da própria opinião preliminar. Ao contrário, exige a divulgação dos instrumentos submetidos à CRA para revisão inicial ou *rating* preliminar. Acreditamos que essa metodologia seja preferível, pois a divulgação de opiniões preliminares, que podem estar baseadas em informações incompletas ou antigas, pode gerar confusão entre os investidores.

III. Os deveres de lealdade e diligência propostos são inconsistentes com o papel das CRAs, na qualidade de prestadores autônomos de opiniões de crédito

O inciso I do proposto Artigo 19 estipula que cada CRA deve “exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus usuários.” A Moody’s reconhece que a confiança do mercado nas classificações de risco depende da qualidade, independência e transparência dos processos de classificação de risco de crédito. Concordamos, assim, com a CVM que as CRAs devem desenvolver suas atividades com boa-fé e serem transparentes sobre seus processos de classificação de risco de crédito, suas metodologias de classificação, e seus próprios

ratings e seus fatores chave, e sobre como os conflitos de interesse potenciais são administrados. De maneira consistente com os Princípios do Código de Conduta para Agências de Classificação de Risco de Crédito da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (“IOSCO”) (o “Código da IOSCO”), a agência mundial de classificação de risco, Moody’s Investors Service (“MIS”), incluindo a Moody’s no Brasil, comprometeu-se a:

- atuar justa e honestamente perante emissores, investidores, outros agentes de mercado e com o público;
- evitar emitir quaisquer classificações de risco de crédito, opiniões ou relatórios que contenham declarações falsas ou que sejam, de outro modo, enganosas no tocante à credibilidade geral de um emissor ou obrigação;
- manter tanto a substância quanto a aparência de independência e objetividade;
- permitir somente que fatores relevantes à avaliação dos emissores e das obrigações influenciem no *rating* de crédito; e
- ser transparente acerca dos processos de classificação de risco, metodologias de classificação, *ratings* e fatores chaves a eles subjacentes, e de como administra conflitos de interesse potenciais.

Acreditamos, no entanto, que impor às CRAs deveres devidos diretamente a agentes de mercado, incluindo, em particular, os deveres de “lealdade” e “diligência”, é fundamentalmente inconsistente com o papel das CRAs no mercado. O termo “lealdade” implica um dever de fidelidade a uma pessoa ou grupo, com a exclusão de todos os outros. Este conceito de lealdade, portanto, é conflitante com o papel da CRA, que consiste em fornecer opiniões de crédito independentes para uso por uma grande variedade de agentes de mercado. Vários agentes de mercado, incluindo emissores e investidores, desejam que as classificações de risco de crédito sejam determinadas e mantidas de maneira que sejam mais benéficas aos seus interesses. Por exemplo, um emissor desejará que seu *rating* seja o mais alto possível, investidores potenciais de longo prazo podem desejar que os títulos que desejam adquirir tenham um *rating* mais baixo possível antes da compra, detentores de longa data de títulos querem *ratings* que sejam estáveis (ou em ascensão), e investidores de curto prazo podem querer que os *ratings* flutuem de modo a lucrarem com a volatilidade. Se a CRA for obrigada a ser “leal” aos usuários de seus *ratings*, deverá observar seus interesses em determinados resultados de classificação de risco. Se, no entanto, a CRA considerar tais interesses, terá permitido que fatores outros que não as considerações de crédito influenciem em seus *ratings*. Proceder dessa maneira seria inconsistente com seu papel de avaliador independente e com as obrigações da CRA sob o Código da IOSCO.

Além disso, se uma CRA considerar os interesses de um grupo, provavelmente irá expor-se a litígios por violação de dever para com grupos com interesses distintos. Assim, o dever de lealdade para com todos os usuários das classificações de risco de crédito pode colocar uma CRA em uma posição insustentável de contínua exposição a processos por descumprimento de seus deveres para com alguém. Esta situação poderia levar a um aumento de risco de litígio que, por sua vez, poderia incentivar, involuntária e inadequadamente, as CRAs a mudarem sua abordagem com relação às classificações de risco. Por exemplo, as CRAs poderiam ajustar seus *ratings* para acompanhar mais de perto as medidas de risco derivadas dos preços de mercado, uma vez que esse referencial externo pode lhes dar alguma proteção contra processos judiciais. Também podem decidir não mais fornecer *ratings* para alguns produtos ou emissores que considerem ser particularmente de alto risco. Se as

CRA's responderem de uma ou mais dessas formas, o resultado poderá consistir em menos informação disponibilizada ao mercado.

A Moody's reconhece a importância das CRA's serem cuidadosas e minuciosas no processo de classificação de risco, mas acreditamos que um "dever de lealdade" previsto em regulação apresenta certas conotações que podem encorajar investidores a enfatizar de modo excessivo as classificações de risco e interpretarem equivocadamente o papel limitado das classificações de risco no mercado. Embora a Moody's adote medidas para que as informações que utiliza na determinação dos *ratings* de crédito sejam de qualidade suficiente e de fontes que considera confiáveis, a Moody's não é um auditor, nem valida ou verifica todas as informações que utiliza. Impor um dever de "diligência" às CRA's para com usuários de *ratings*, no entanto, pode levar os investidores a concluir equivocadamente que as CRA's estão prestando uma garantia com relação à precisão, atualidade ou integridade das informações factuais refletidas em suas classificações de risco ou publicações relacionadas. Com base nessa premissa equivocada, os investidores podem ficar mais propensos a enfatizar, de modo excessivo, a importância das classificações de risco, ao invés de utilizá-las para complementar suas próprias análises de crédito.

Recomendamos, dessa forma, que a disposição no inciso I do Artigo 19 seja revisada, de maneira consistente com o Código da IOSCO, conforme segue:

"A agência de classificação de risco de crédito deve exercer suas atividades com boa fé e transparência, ~~diligência e lealdade em relação aos seus usuários.~~ Deverá adotar medidas razoavelmente destinadas a evitar a emissão de quaisquer classificações de risco de crédito, análises ou relatórios que contenham declarações falsas ou que, de outro modo, sejam enganosas no tocante ao risco de crédito geral de um emissor ou de obrigação. Suas classificações de risco deverão somente ser influenciadas por fatores relevantes à avaliação de risco.

IV. Inconsistência do Artigo 10 com o Papel das CRA's nos Mercados Financeiros

As CRA's ocupam um estreito nicho nos mercados financeiros. Fornecemos opiniões atuais sobre o risco de crédito futuro de entidades, compromissos de crédito, ou dívida ou títulos representativos de dívidas. As classificações de risco não são declarações de fatos atuais ou históricos, nem são recomendações de compra, venda ou titularidade específica de valores mobiliários. Os *ratings* não endereçam qualquer outro risco, incluindo, sem limitação: risco de liquidez, de valor de mercado ou de volatilidade de preços. Nossos *ratings* destinam-se a ser utilizados por profissionais do mercado financeiro, não investidores de varejo. Mesmo que os *ratings* condensem um volume significativo de dados analíticos em um sistema de símbolos que pode ser prontamente utilizado pelos profissionais de mercado, isso não significa que as classificações de risco visem ser de "simples" utilização. Pretendemos que nossas classificações de risco promovam diálogo e debate entre esses profissionais de mercado, os quais esperamos que avaliem nossas opiniões em relação a suas próprias avaliações de crédito. Nossas opiniões complementam, mais do que substituem, a análise de crédito própria dos agentes de mercado.

A Moody's acredita que alguns trechos do proposto Artigo 10 da Minuta sejam inconsistentes com a natureza das classificações de risco de crédito. Por exemplo, o Artigo 10 estabelece que as "informações divulgadas" pela CRA deverão ser "verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o usuário a erros" e que devem ser "escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa". Uma vez que *ratings* são opiniões, não fatos, não podem ser julgadas como "verdadeiras" ou "falsas". Somente podem ser julgadas, no todo, como mais ou menos capazes de

servir como uma previsão. Além disso, uma vez que os *ratings* de crédito somente endereçam o risco de crédito e representam uma opinião subjetiva da CRA sobre o que é relevante para uma avaliação do risco de crédito, é inadequado julgar o *rating* de crédito de acordo com um padrão de completude. Ademais, os *ratings* devem ser utilizados por agentes de mercado profissionais e, portanto, é inadequado exigir que as CRAs manifestem as razões que fundamentam suas opiniões de crédito em linguagem simples. Exigir que as CRAs utilizem linguagem simples em suas opiniões de crédito pode resultar numa simplificação excessiva pelas CRAs de uma análise necessariamente complexa. Tal exigência também pode estimular investidores a confiarem excessivamente nas classificações de risco ao invés de utilizá-las como complemento de suas próprias análises de crédito, a interpretarem erroneamente risco de crédito como "fácil", ou assumir que o processo de investimento não é complexo ou arriscado, em sua natureza. Finalmente, mesmo que a MIS se empenhe em fornecer opiniões independentes e ser "objetiva", no sentido de não ser influenciada por considerações diversas do risco de crédito, nossas opiniões são inerentemente "subjetivas", pois representam nossa própria opinião sobre o risco de crédito.

Em virtude dos motivos acima descritos, acreditamos que as exigências do Artigo 10 sejam inadequadas. Notamos que não existem disposições na Regulamentação da UE ou no Código da IOSCO que sejam comparáveis àquelas do Artigo 10. Outrossim, acreditamos que as exigências de divulgação específicas para relatórios de *rating* previstas na Minuta (por exemplo, no Artigo 16), combinadas com nossas mudanças sugeridas ao inciso I do Artigo 19, tratarão dos objetivos do Artigo 10, de modo que este possa ser inteiramente excluído.

V. Obrigações de Relatar Infrações às Políticas ou Leis

A. Obrigação das CRAs de Informar Possíveis Indícios de Violação à Legislação

O inciso II do Artigo 19 estabelece que a CRA deverá informar à CVM sempre que "verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar", no prazo máximo de sete dias úteis da ocorrência ou da sua identificação. Esta disposição levanta duas questões relevantes, conforme segue.

Primeiramente, não está claro se a CVM pretende que a CRA relate possíveis descumprimentos à legislação, por pessoas alheias à CRA (*i.e.*, por emissores ou outros agentes de mercado). A Moody's acredita firmemente que a CRA não deve ser obrigada a relatar possíveis indícios de má conduta por agentes de mercado. Tal exigência desestimularia emissores e outros agentes de mercado a serem francos em suas discussões com as CRAs e, portanto, afeta negativamente a qualidade das classificações de risco de crédito. Outrossim, impor tal exigência às CRAs contribuiria à percepção equivocada entre agentes de mercado de que as CRAs estão atuando como guardiães do policiamento da integridade dos mercados de capitais. Tal percepção aumenta o risco de os agentes de mercado confiarem excessivamente nas classificações de risco de crédito e nas CRAs. Ademais, as CRAs não têm experiência no cumprimento desta função. Os funcionários da CRA são habilidosos em análise de crédito; mas não são investigadores de polícia, nem peritos em lei.

Em segundo lugar, ainda que o inciso II do Artigo 19 se aplique somente às atividades da CRA e de seus funcionários, a Moody's acredita que tal obrigação de relatar é inadequada. Tal exigência incentivará os administradores das CRAs a não monitorarem a conduta da CRA e de seus funcionários. Esses incentivos dificultarão ainda mais o estabelecimento e a manutenção de uma forte cultura de *compliance* na organização. Acreditamos que uma abordagem preferível seja a das

autoridades estabelecerem regimes que premiem as entidades regulamentadas que auto-relatem violações da legislação e regras aplicáveis, mas que não tornem tal divulgação obrigatória.

Não pudemos identificar quaisquer disposições similares na legislação ou regulamento brasileiro de valores mobiliários, pelo que recomendamos que esta obrigação sem precedente seja excluída por inteiro. Se a CVM, entretanto, decidir manter tal disposição, a despeito de nossa forte objeção, sugerimos que seja revisada conforme segue:

“A agência de classificação de risco de crédito deve: ...

II – ~~informar~~ submeter à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de qualquer informação recebida de terceiro e considerada plausível, contendo alegação de que um emissor de títulos ou valores mobiliários classificado pela agência, de maneira relevante, descumpriu, ou encontra-se em descumprimento da legislação sob fiscalização da CVM, que não tenha sido determinada por decisão judicial, no prazo de 07 (sete) dias úteis a contar do evento ou de sua identificação da data em que a agência concluir que a informação em seu poder preenche os critérios estabelecidos nesta disposição ...”

B. Dever dos Funcionários de Classificação de Risco de Crédito de Relatar Irregularidades Cometidas por Outras Pessoas

O inciso II do proposto Artigo 21 da Minuta estabelece que os analistas de *rating* não deverão “omitir do administrador responsável pela implementação e pelo cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução qualquer informação sobre eventuais irregularidades cometidas por outras pessoas.”

A Moody’s concorda que, na medida e na extensão permitida pelas leis aplicáveis, cada CRA deverá incentivar seus funcionários a relatar atividades no âmbito da CRA, das quais tomem conhecimento, e que qualquer pessoa de bom senso questionaria como uma possível violação à lei ou às políticas e procedimentos aplicáveis da empresa. Logo, não somos contrários aos objetivos subjacentes ao inciso II do Artigo 21, na medida em que a obrigação de relatar se aplique a atividades realizadas no âmbito da CRA.

Não nos parece claro, entretanto, se a CVM pretende exigir que os analistas de crédito relatem ao diretor de *compliance* eventuais más condutas de pessoas alheias à CRA, tais como emissores ou outros agentes de mercado. Pelos motivos indicados no subitem V(A) acima, acreditamos firmemente que tal obrigação de relatar seria inadequada, pois geraria desincentivos aos emissores e outros agentes de mercado a travarem discussões transparentes com analistas. Consequentemente, os analistas poderiam receber menos informações, o que, por sua vez, afetaria a qualidade das classificações de risco de crédito.

Também acreditamos que esta disposição específica seja desnecessária, pois o conceito é tratado no item 1.16 do Código da IOSCO e, de acordo com o Artigo 20 da Minuta, cada CRA estará obrigada a ter um código de conduta em conformidade com o Código da IOSCO. Notamos que o item 1.16 do Código da IOSCO define com mais clareza as circunstâncias em que a obrigação de relatar surge, bem como estabelece um grau adequado de flexibilidade da CRA e de seus funcionários sobre o departamento ou indivíduo a quem tais relatos devam ser encaminhados, não exigindo que os funcionários relatem condutas de pessoas fora da CRA.

Em virtude dos motivos acima, acreditamos que o inciso II do Artigo 21 seja desnecessário e possa ser excluído. Se a CVM, no entanto, decidir incluir tal exigência na Instrução, recomendamos que esta seja revisada conforme segue:

“A agência de classificação de risco de crédito ~~não~~ deverá: ...

II – orientar seus funcionários a comunicarem imediatamente ao diretor de compliance as atividades no âmbito da CRA das quais tomem conhecimento e que qualquer pessoa de bom senso questionaria como sendo uma potencial violação à lei ou aos ~~omitir do administrador responsável pela implementação e pelo cumprimento de~~ controles internos, procedimentos ~~e ou~~ regras da CRA, ~~e desta Instrução, qualquer informação sobre eventuais irregularidades cometidas por outras pessoas.”~~

VI. Divulgação de Informações sobre Analistas Individuais é Inconsistente com a Natureza dos *Ratings* e Comprometem a Independência

O inciso I do proposto Artigo 16 da Minuta estabelece que o relatório de *rating* de uma CRA deverá incluir “a qualificação do analista de *rating* de crédito responsável pela elaboração do relatório e do responsável pela aprovação da nota atribuída ou dos membros do comitê de classificação de risco de crédito, se for o caso.” De acordo com o Código da IOSCO, as classificações de risco da Moody’s são determinadas conjuntamente pelos comitês de *rating*, e não por qualquer funcionário individualmente. Consideramos os *rating* como opiniões da Moody’s, e não de um indivíduo ou grupo. Embora divulguemos os nomes de determinados indivíduos que têm familiaridade com o emissor e com o *rating* (i.e., um analista chefe), acreditamos ser inadequado divulgar as qualificações daquelas pessoas. Também acreditamos ser inadequado divulgar os nomes e/ou qualificações de um grupo maior de analistas que participem da determinação do *rating*. Tais divulgações enfraqueceriam a percepção de que o *rating* é uma opinião da Moody’s, e não de qualquer indivíduo em particular. Adicionalmente, impedir a divulgação dos nomes dos membros dos comitês de *rating* protege esses membros (e a integridade do processo de classificação de risco) da possibilidade de emissores, investidores, seus representantes ou outros terceiros se esforçarem para influenciar esses indivíduos ou, de qualquer modo, a maneira em que podem vir a votar em futuros comitês de *rating*.

De forma coerente com a Regulamentação da UE, entretanto, não nos oporíamos a divulgar os nomes e cargo do analista chefe. Tampouco nos oporíamos a incluir informações em nosso formulário de divulgações sobre os tipos de qualificações que nossos analistas de crédito usualmente detêm. Sugerimos, assim, que o Artigo 16(I) seja revisado conforme segue:

“O relatório de classificação de risco deve evidenciar:

I – ~~a qualificação~~ o nome e cargo do analista chefe de classificação de risco de crédito ~~responsável pela elaboração do relatório dessa classificação de risco e do responsável pela aprovação da nota atribuída ou dos membros do comitê de classificação de risco de crédito, se for o caso;~~”

...

Adicionalmente aos nossos comentários acima, no Anexo a esta carta, tecemos vários comentários de natureza técnica à Minuta.

Novamente, agradecemos a oportunidade de apresentar nossos comentários à Minuta. Teremos o prazer em discuti-los com V.Sas., conforme a sua conveniência.

Atenciosamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Luiz Tess', written in a cursive style.

Luiz Tess

Anexo – Comentários Técnicos

1. **Compliance**

A. **Impossibilidade das CRAs de Assegurarem Compliance**

Várias disposições da Minuta prevêm que a CRA deverá garantir ou assegurar a conformidade ou realização de determinados objetivos regulatórios. Acreditamos que uma CRA regulamentada no Brasil deva estabelecer e manter políticas, procedimentos e sistemas destinados a cumprir as normas aplicáveis. Uma entidade regulamentada e seus funcionários, no entanto, não podem garantir total aderência a tais padrões. Acreditamos que seria mais adequado se tais exigências focassem no desenho das políticas, procedimentos e sistemas relevantes. Esta abordagem regulatória é consistente, por exemplo, com as regras das Organizações de Classificação Estatística de Risco Reconhecidas em Nível Nacional (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations - “NRSROs”*), recentemente propostas pela *Securities and Exchange Commission - SEC*. Especialmente, sugerimos que as seguintes disposições na minuta sejam revisadas na forma a seguir indicada:

Artigo 20

O código de conduta da agência de classificação de risco de crédito deve dispor, no mínimo, sobre:

I – a adoção de procedimentos que sejam razoavelmente destinados a assegurar a qualidade do processo de emissão ~~da~~ de classificações de risco.

Artigo 24

A agência de classificação de risco de crédito deverá ~~garantir, por meio da~~ implementar ~~ção de~~ regras, procedimentos e controles internos; razoavelmente destinados a alcançar o ~~permanente~~ atendimento às normas e regulamentações vigentes, referentes à própria atividade de classificação de risco de crédito e aos padrões ético e profissional aplicáveis.

I – A agência deve elaborar manuais escritos razoavelmente desenhados para assegurar a implantação do disposto no *caput*.

Artigo 25

A agência de classificação de risco de crédito deve organizar suas atividades ~~de forma~~ de maneira que seja razoavelmente designada a:

I - assegurar que os analistas de classificação de risco de crédito e as demais pessoas envolvidas na emissão da classificação de risco desempenhem sua função com independência;

...

VII – assegurar que os empregados que prestarem informações sobre eventuais irregularidades cometidas por outras pessoas não sofrerão consequências negativas em função desta atitude;

B. Responsabilidades do Diretor de *Compliance*

Do mesmo modo, várias disposições da Minuta descrevem o papel do diretor de *compliance* da CRA como sendo o responsável pela “implementação e atendimento às normas, procedimentos e controles internos, e à esta Instrução.”¹ A Moody’s não se opõe, em princípio, às exigências propostas na Minuta de que uma CRA nomeie um diretor de *compliance* que será responsável pela execução de várias funções. Acreditamos, no entanto, que as responsabilidades propostas de “implementação e atendimento” sejam inconsistentes com o papel de um diretor de *compliance* independente, pelas razões a seguir expostas.

Diretores de *compliance* podem estabelecer políticas e procedimentos destinados a promover o atendimento pela CRA e seus funcionários às leis e outras exigências aplicáveis. Também podem envidar seus melhores esforços para incentivar funcionários dentro das linhas do negócio a fazerem o que são obrigados a fazer. Podem tomar medidas destinadas a deter qualquer descumprimento. Se há um descumprimento, podem buscar detectar e relatar o descumprimento às pessoas adequadas internamente (tais como um executivo sênior ou membro do conselho), conforme exigido e permitido por lei. Também podem sugerir às pessoas apropriadas internamente que sejam adotadas ações disciplinares adequadas. Os diretores de *compliance*, no entanto, não implementam eles mesmos as políticas, procedimentos e controles internos. Esta é a responsabilidade da linha do negócio (*i.e.*, tais como os funcionários do grupo de *rating* de crédito). Além disso, não pode haver expectativa de que os diretores de *compliance* devam garantir o atendimento. Tudo o que se pode esperar que façam é agir diligentemente para implementar, monitorar e relatar os passos razoavelmente tomados para o atendimento pela CRA às leis aplicáveis. Acreditamos que nosso entendimento seja consistente com a abordagem dada pela Regulamentação da UE, que requer que a função de *compliance* da CRA monitore e relate o atendimento, mas não exige que esta função implemente medidas para atingir o atendimento ou assegurar o atendimento pela CRA às leis e políticas aplicáveis.

A MIS sugere, assim, que o inciso IV do Artigo 3 seja revisado conforme segue:

“Para fins de obtenção e manutenção do registro na CVM, a agência de classificação de risco de crédito deve atender os seguintes requisitos: ...

IV – atribuir a responsabilidade pelo ~~o~~ estabelecimento, revisão, e, conforme adequado, alteração das políticas razoavelmente destinadas a garantir o cumprimento desta Instrução, testando a eficácia de tais políticas periodicamente e relatando a eficácia de tais políticas aos órgãos da administração da CRA a um administrador ~~um~~ um indivíduo (o “diretor de *compliance* designado”) distinto do mencionado no inciso III, que possua todos os poderes necessários para exercer sua função; ...”

Sugerimos que outras modificações sejam feitas em outras disposições da Minuta de modo a adequar consistentemente as referências ao diretor de *compliance* e à função de *compliance*.

¹ Veja, por exemplo, Artigos 3(IV), parágrafo único do Artigo 13, 21(II), parágrafo primeiro do Artigo 26, e 27(II).

C. Relatórios do Diretor de *Compliance* à Administração da CRA

O inciso II do Artigo 26 da Minuta requer que o diretor de *compliance* da CRA submeta um relatório semestral, até o final de janeiro e julho de cada ano, aos órgãos administrativos da CRA, contendo:

- conclusões dos testes conduzidos [*i.e.*, para avaliar o cumprimento pela CRA e por seus funcionários às leis e políticas aplicáveis];
- recomendações sobre deficiências e cronogramas para resolvê-las, quando aplicável; e
- o parecer do diretor geral da CRA referente às deficiências encontradas em revisões prévias e as medidas planejadas, de acordo com o cronograma específico ou medidas efetivamente adotadas para resolvê-las.

A Moody's concorda que o diretor de *compliance* da CRA deverá informar periodicamente à administração sênior e ao conselho da CRA sobre o cumprimento de suas responsabilidades. Sugerimos, entretanto, que o inciso II do Artigo 26 seja revisado de modo a estar em conformidade com a Regulamentação da UE, que descreve a obrigação de relatar em termos mais genéricos. Em particular, o parágrafo 6 da Seção A do Anexo 1 da Regulamentação da UE requer que o diretor de *compliance* "informe regularmente sobre o cumprimento de seus deveres". Acreditamos que este seja um padrão mais adequado para o prazo da obrigação de relatar do diretor de *compliance*, pois permite que este defina o prazo de tais relatórios de acordo com o de outros relatórios similares que estejam sendo produzidos por outras funções na CRA pela administração sênior ou conselho. Também acreditamos que este seja o padrão adequado para as informações serem incluídas no relatório, pois permite que o diretor de *compliance*, como uma pessoa de quem se espera o exercício de suas responsabilidades de maneira independente, determine quais informações serão mais relevantes e úteis aos órgãos de inspeção da CRA no cumprimento de suas responsabilidades.

Sugerimos, assim, que o inciso II do Artigo 26 seja revisado conforme segue:

"O diretor de compliance designado ~~administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução,~~ deverá:

I – exercer sua função com independência;

II – regularmente e pelo menos uma vez por ano, encaminhar aos órgãos de administração da agência de classificação de risco de crédito, ~~até o último dia útil dos meses de janeiro e julho,~~ relatório relativo ao ~~semestre~~ período anterior encerrado no mês imediatamente anterior à data de entrega, contendo as observações e conclusões do diretor de compliance designado sobre o desenvolvimento de suas responsabilidades;

~~a – as conclusões dos exames efetuados;~~

~~b – as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento, quando for o caso; e~~

~~c – a manifestação do administrador responsável pela agência a respeito das deficiências encontradas em verificações anteriores e das medidas planejadas, de acordo com o cronograma específico, ou efetivamente adotadas para analisá-las."~~

2. Modelo de Remuneração do Diretor Geral da CRA

O parágrafo único do Artigo 27 da Minuta proibirá a CRA de vincular a remuneração de seu diretor de *compliance* e diretor geral ao desempenho comercial da CRA. A Moody's não se opõe à aplicação dessa proibição ao diretor de *compliance*. Acreditamos, contudo, que esta proibição não deveria ser aplicada a diretores gerais das CRAs que não participem da determinação das classificações de risco, desenvolvimento ou aprovação de metodologias, ou supervisão dos analistas de *rating* de crédito.

Conforme apontado anteriormente, a Moody's é uma afiliada da agência mundial de classificação de risco MIS. A MIS (incluindo a Moody's no Brasil) segregou operacionalmente suas atividades de análise de crédito das demais. A maioria dos diretores locais da MIS, incluindo o executivo chefe da Moody's no Brasil, apresenta responsabilidades comerciais. Portanto, não participam da determinação de classificações de risco, do desenvolvimento ou da aprovação de metodologias, ou da supervisão das equipes de *rating* de crédito.

Acreditamos ser benéfico à boa governança de uma empresa que executivos com funções comerciais tenham parte de sua remuneração atrelada ao desempenho comercial da empresa. Tal ligação reforça a responsabilidade das pessoas no tocante aos deveres que lhes são atribuídos. Também reforça a capacidade da empresa de atrair profissionais talentosos e concorrer no mercado, pois as pessoas naturalmente têm o interesse em serem remuneradas com base em como efetivamente executam seus deveres. Logo, recomendamos que o parágrafo único do Artigo 27 seja revisado conforme segue:

~~“A remuneração do administrador responsável pela agência e do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução;~~ do diretor de compliance designado não deverá ser atrelada ao desempenho comercial da agência.

A proibição prevista no parágrafo anterior não deverá ser aplicada ao administrador responsável pela agência se este não participar das determinações de classificação de risco, do desenvolvimento e aprovação das metodologias, e não supervisionar as pessoas que participam de qualquer das atividades anteriores.”

3. Proteção de Informação Sensível Aumenta a Qualidade e Integridade do Processo de Classificação de Risco de Crédito

Muitas disposições da Minuta obrigarão as CRAs a publicarem informações sobre suas classificações de risco, metodologias, práticas de classificação de risco, e práticas comerciais (incluindo suas formas de remuneração de funcionários). A Moody's concorda que a transparência é um mecanismo importante para promover o entendimento e a confiança na qualidade e na integridade das classificações de risco de crédito e do mercado da CRA. Portanto, não nos opomos, em princípio, a muitas das exigências propostas de transparência. Conforme discutiremos mais detalhadamente abaixo, contudo, acreditamos que algumas das propostas podem ser interpretadas como exigência de divulgação de informação detalhada e sensível que, se divulgada publicamente, pode inadvertidamente dificultar ainda mais e encarecer o processo de implementação pelas CRAs de controles internos efetivos, prejudicar a capacidade da CRA de produzir classificações de risco de crédito de alta qualidade e/ou desestimular a inovação e concorrência entre as CRAs.

A. Divulgação dos Maiores Clientes Enfraquece Esforços para Isolar Analistas de Informações Relacionadas a Honorários

As autoridades mundialmente têm enfatizado a importância de isolar os analistas e os comitês de *rating* das influências comerciais. Por exemplo, de maneira consistente com o Código da IOSCO revisado, o inciso III do Artigo 22 da Minuta proibirá os analistas da CRA de participarem das negociações de contratos de serviços junto a clientes. A MIS já havia incorporado esta proibição ao Código de Conduta Profissional da Moody's Investors Service (o "Código da MIS"). Uma equipe separada da MIS, o Grupo Comercial, administra as discussões sobre os honorários e pagamentos de honorários de serviços de classificação de risco. Esses arranjos têm por finalidade aumentar a independência analítica de modo que a qualidade do *rating* não seja reduzida por interesses comerciais.

Se, no entanto, os itens 4.3 e 4.4 do Anexo 13 da Minuta forem adotados, as CRAs serão obrigadas a incluir em seus formulários de referência informações que: (a) identifiquem as entidades classificadas e as partes relacionadas que são responsáveis por mais de 5% das receitas líquidas anuais da CRA; (b) divulguem a quantia total das receitas atribuíveis a essas entidades; e (c) identifiquem os vinte maiores clientes da CRA em termos de receita gerada. Atualmente, o inciso XII(2)(I) do Artigo 16 exigiria que cada CRA divulgasse em seus relatórios de *rating* se a entidade classificada é responsável ou não por mais de 5% da receita anual da CRA. Atualmente, a MIS prepara e disponibiliza dados similares a certos reguladores, de forma confidencial, e essas informações não são publicadas. Se a Moody's for obrigada a publicar tais informações no Brasil, estas serão disponibilizadas aos nossos analistas e comitês de *rating*. Oferecer-lhes acesso a tais informações poderia enfraquecer nossos esforços e dos reguladores mundiais para proteger os analistas de tais informações de modo a promover independência no processo de classificação de risco de crédito. Logo, somos fortemente contrários a qualquer regra que obrigue a divulgação pública deste tipo de informação. Recomendamos, portanto, que os itens 4.3 e 4.4. do proposto Anexo 13 da Minuta seja revisado para especificar que essas informações podem ser submetidas à CVM em base confidencial, e omitidas do formulário de referência que a CRA mantém em sua página na internet.² Também sugerimos que o inciso XII(2)(I) do Artigo 16 seja excluído inteiramente.

B. Detalhes das Práticas de Remuneração da CRA Devem Permanecer em Sigilo

O Artigo 27 da Minuta prevê que cada CRA deverá preparar e divulgar sua política de remuneração, incluindo seu método de avaliação de desempenho dos analistas, seu modelo de remuneração do diretor geral da CRA e diretor de *compliance*, e a frequência em que sua política de remuneração é revisada. Adicionalmente, o item 10 do Anexo 13 requer uma descrição da política de remuneração da CRA para a equipe de classificação de risco de crédito e das pessoas envolvidas na implementação e na garantia de atendimento aos controles internos, políticas, procedimentos e à Instrução. A Moody's não se opõe à divulgação da descrição geral de sua metodologia de remuneração da equipe analítica, do diretor geral da Moody's e de seu diretor de *compliance*.

² Também recomendamos que o item 4.3 do Anexo 13 seja revisado de forma a estar de acordo com as exigências semelhantes de divulgação na Europa e nos EUA, que permitem às CRAs apresentarem esses dados no nível de suas operações mundiais. Em outras palavras, a CRA registrada no Brasil que fosse afiliada de CRAs operando fora do Brasil somente listaria aquelas entidades e partes relacionadas que fossem responsáveis por 5% das receitas líquidas mundiais do grupo.

Acreditamos, contudo, que divulgar as políticas e os modelos de remuneração poderia gerar consequências negativas involuntárias. Para concorrer eficazmente com outras empresas que também buscam contratar pessoas talentosas e com conhecimento, a Moody's precisa ser capaz de preservar a confidencialidade de informações sensíveis, tais como os detalhes de suas políticas e estruturas de remuneração. Se a Moody's não puder concorrer eficazmente neste mercado, a qualidade e integridade de suas classificações de risco provavelmente serão afetadas negativamente. Notamos que outros reguladores não exigiram que as CRAs divulguem publicamente quaisquer detalhes de suas políticas de remuneração. Obviamente, não nos oporíamos em disponibilizar informações mais detalhadas sobre nossa política de remuneração no Brasil, mediante solicitação da CVM, como parte de seu processo de inspeção.

Sugerimos, portanto, que o Artigo 27 seja revisado conforme segue:³

“A agência de classificação de risco de crédito deve elaborar ~~e divulgar~~ política de remuneração, ~~destacando~~ que trate, no mínimo:

- I – do método de avaliação de desempenho dos analistas de classificação de risco de crédito e das demais pessoas envolvidas na emissão de classificação de risco e do comitê de classificação de risco, se houver;
- II – do modelo de remuneração do administrador responsável pela agência e do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução;
- III – da periodicidade de revisão da política de remuneração da agência.

A agência de classificação de risco de crédito deverá divulgar uma descrição generalizada de sua política de remuneração.

“A remuneração do ~~administrador responsável pela agência e do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução~~, diretor de compliance designado não pode estar associada ao desempenho comercial da agência.

Pelos mesmos motivos, sugerimos que o item 10 do Anexo 13 seja revisado conforme segue:

“10.1 Descrever, de forma geral, a política de remuneração dos analistas de classificação de risco, das demais pessoas envolvidas no processo de classificação de risco, dos membros do comitê de classificação de risco, se houver, e do diretor de compliance designado ~~das pessoas envolvidas no processo de implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução~~:

- a. objetivos da política de remuneração;
- b. composição da remuneração, indicando:
 - i. descrição geral dos elementos da remuneração e os objetivos de cada um deles;
 - ii. qual a proporção de cada elemento na remuneração total;

³ O parágrafo único do Artigo 27 incorpora as mudanças que recomendamos no item 1.B acima.

- iii. descrição geral da metodologia de cálculo e de reajuste de cada um dos elementos da remuneração;
- iv. razões que justificam a composição da remuneração;
- c. como a política de remuneração se alinha ao dever de imparcialidade da agência.

4. Prazos do Processo de Pedido de Registro

O proposto Artigo 4 da Minuta especifica o processo que regerá o pedido de registro de uma CRA, nos termos da Instrução, incluindo os prazos limites a serem aplicados à CRA requerente e à CVM, conforme o caso, em diferentes etapas do processo. Agradecemos os esforços da CVM de ser transparente sobre o processo de registro, bem como seu comprometimento de revisar e tomar decisões sobre os pedidos de registro com pontualidade.

Sugerimos, no entanto, que seja incorporada na Instrução maior flexibilidade acerca de alguns prazos. Esta recomendação está baseada em nossa experiência recente de pedidos de registro em alguns países. Percebemos, por exemplo, que a elaboração de materiais complementares pode levar mais tempo do que inicialmente esperado. Por exemplo, uma situação poderia ser visualizada na qual o prazo máximo para resposta à CVM acerca de um assunto financeiro nos termos da Instrução fosse de cinco dias úteis antes dos auditores da CRA finalizarem suas demonstrações financeiras anuais, não sendo possível acelerar o processo de conclusão. Por meio de outro exemplo, um comentário regulamentar sobre um pedido poderia resultar na conclusão pela CRA de que esta necessitaria adotar ou modificar algumas de suas políticas, procedimentos ou práticas. Dependendo do escopo e da complexidade da mudança e de seu impacto potencial nas operações da empresa, a CRA poderia levar um mês ou mais para determinar quais mudanças deveriam ser feitas, minutar as mudanças às políticas e procedimentos, e fazer com que vários departamentos revisassem e concluíssem as mudanças e a submissão complementar à CVM.

Sugerimos, portanto, que os prazos em determinadas disposições do Artigo IV sejam mais flexíveis do que atualmente especificado na Minuta. Em particular, recomendamos as seguintes alterações:

“3 – O prazo de que trata o caput pode ser interrompido somente ~~uma única~~ duas vezes, caso a SIN solicite ao requerente informações ou documentos adicionais.

4 – O requerente tem 20 (vinte) dias úteis para cumprir as exigências formuladas pela SIN.

5 – O prazo para cumprimento das exigências pode ser prorrogado, uma única vez, por ~~10 (dez)~~ 20 (vinte) dias úteis ou, em circunstâncias extraordinárias, por um período mais longo, conforme acordado entre o requerente e a SIN, desde que a prorrogação seja solicitada pelo requerente à SIN antecipadamente ao vencimento do prazo, mediante pedido fundamentado sobre as razões da prorrogação.

6 – A SIN tem 30 (trinta) dias úteis para se manifestar a respeito do atendimento das exigências

7 – Caso as exigências não tenham sido atendidas, a SIN, no prazo estabelecido no parágrafo 6º, enviará ofício ao requerente com a indicação das exigências que não foram consideradas atendidas.

8 – No prazo de ~~10 (dez)~~ 20 (vinte) dias úteis contados do recebimento do ofício de que trata o parágrafo 7º ou no restante do período para o término do prazo de que trata o parágrafo 4º, o que for maior, o requerente poderá cumprir as exigências que não foram consideradas atendidas. O prazo para atendimento das exigências pode ser prorrogado, uma única vez, por 20 (vinte) dias úteis ou, em circunstâncias extraordinárias, por período superior conforme acordado entre o requerente e a SIN, desde que a prorrogação seja solicitada pelo requerente anteriormente ao vencimento do prazo, mediante pedido fundamentado sobre as razões da prorrogação.

...”

Acreditamos que as mudanças propostas à Minuta conferem um equilíbrio adequado entre os objetivos de incentivar os requerentes a submeter pedidos iniciais completos e cuidadosamente preparados, concedendo tempo suficiente à CVM para analisar completamente o pedido e identificar deficiências potenciais, e aos requerentes para atender aos pedidos de informações adicionais, bem como possibilitando o registro tempestivo de CRAs que planejam operar no Brasil.

5. Solicitação de Cancelamento de Registro por CRA Registrada

O Artigo 9 da Minuta especifica o processo que uma CRA deverá seguir se desejar cancelar seu registro junto à CVM por não mais desenvolver atividades de classificação de risco de crédito no Brasil. Pode-se inferir de tal Artigo que, em algumas circunstâncias, a CVM pode negar um pedido de cancelamento de registro formulado por uma CRA. O Artigo não especifica, entretanto, os motivos pelos quais a CVM poderá negar tal pedido. Recomendamos que o Artigo seja revisado para especificar as razões que poderiam justificar o indeferimento do pedido de cancelamento de registro pela CVM.

Adicionalmente, e de acordo com nossos comentários no item 4 deste Anexo, referentes ao Artigo 4, sugerimos que o prazo máximo no inciso 4 do Artigo 9 seja revisado conforme segue:

“4 – O requerente tem 20 (vinte) dias úteis para cumprir as exigências formuladas pela SIN. O prazo para atendimento das exigências poderá ser prorrogado, uma única vez, por 20 (vinte) dias úteis ou, em circunstâncias extraordinárias, por período superior conforme acordado entre o requerente e a SIN, desde que a prorrogação seja solicitada pelo requerente antes do vencimento do prazo, mediante pedido fundamentado sobre as razões da prorrogação.”

6. Divulgação à CVM de Mudanças de Metodologia, Relatórios de *Rating* de Crédito, e Retirada de *Rating* de Crédito

O Artigo 14 da Minuta obrigará cada CRA a enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores: (1) mudanças nas metodologias, procedimentos e critérios utilizados para a elaboração do *rating*; (2) decisão de descontinuar o acompanhamento do *rating*; e (3) relatórios de *rating* de crédito que tenha elaborado, incluindo as opiniões preliminares. Entendemos que este processo de submissão resultará na divulgação desses documentos na página da CVM na rede mundial de computadores.

A Moody's e a MIS apóiam fortemente medidas para aprimorar a transparência das classificações de risco de crédito e seus processos. De acordo com o Código da IOSCO, a MIS disponibiliza uma grande variedade de informações em sua página na internet, incluindo nossas metodologias de classificação de risco de crédito, políticas chave que regem o processo de

classificação de risco de crédito, anúncios de classificações de risco, e decisões de retirar o *rating*. Acreditamos ser inadequado, entretanto, para essas informações serem disponibilizadas na página da CVM na internet. Além do fato de que a divulgação na página da CVM na internet poderia duplicar divulgações que a maioria das CRAs já tenha feito através de suas próprias páginas, a divulgação das metodologias das CRAs e das ações de *rating* de crédito na página da CVM poderia levar os agentes de mercado a concluírem equivocadamente que a CVM esteja estimulando os agentes de mercado a utilizarem classificações de risco de crédito ou dando a estes seu “selo de aprovação”. Acreditamos que tal resultado seja inconsistente com os esforços da CVM, outras autoridades brasileiras e reguladores mundiais em reduzir o risco de confiança excessiva nas classificações de risco de crédito. Notamos que nem a Regulamentação da UE, nem as regras adotadas pela SEC prevêem que este tipo de informação seja divulgado nas páginas da internet de seus reguladores.

Recomendamos, portanto, que o Artigo 14 seja excluído e que o Artigo 12 seja revisado de modo a exigir que as CRAs disponibilizem em suas próprias páginas na internet as informações previstas no Artigo 14, conforme segue:

“Artigo 12 – A agência de classificação de risco de crédito deve manter página na rede mundial de computadores com as seguintes informações:

I – formulário de referência;

II – código de conduta;

III – descrição geral das políticas, regras, procedimentos e descrição dos controles internos, elaborados para o cumprimento desta Instrução; e

IV – relatórios de classificação de risco de crédito que tenha elaborado, ~~inclusive as opiniões preliminares emitidas decorrentes de pedido de análise ou consulta preliminar;~~

V – as metodologias, procedimentos e critérios utilizados pela agência de classificação de risco de crédito na produção de suas classificações de risco de crédito; e

VI – decisões de interromper o acompanhamento de classificação de risco de crédito, exceto quando a decisão seja decorrente de vencimento, cumprimento ou resgate da obrigação classificada.

7. Exigência de Cumprimento pelo Código da CRA ao Código da IOSCO

O parágrafo único do Artigo 20 estabelece que o código de conduta da CRA deverá cumprir com o Código da IOSCO. Embora a MIS esteja comprometida o máximo possível a implementar o Código da IOSCO, acreditamos que as CRAs não devam ser obrigadas a ter códigos de conduta que sejam idênticos ao Código da IOSCO. Algumas das disposições do Código da IOSCO são ambíguas ou impõem obrigações cujo sentido não é claro.⁴ Esta ambiguidade não apresenta dificuldades significativas quando a obrigação é de “cumprir ou explicar” um documento baseado em princípios. Esta situação é muito diferente quando, conforme previsto na Minuta, a flexibilidade é excluída.

⁴ Por exemplo, o item 4.9 do Anexo, que está baseado na disposição 3.5c do Código da OICV, estabelece em parte que “uma organização de classificação de risco de crédito designada deve assistir seus investidores no desenvolvimento de um entendimento maior do que uma classificação de risco de crédito é, e os limites aos quais as classificações de risco de crédito são submetidas” Como poderá ser medido o atendimento a esta exigência? Será medido pelo que uma CRA faz, pelo que uma classe de investidores não identificados e potencialmente ilimitados entende, ou pelo quanto o entendimento deles aumentou?

Além disso, algumas CRAs que operam no Brasil, tais como a Moody's, são afiliadas de CRAs que operam em muitos países. Quando possível e viável, a MIS prefere adotar padrões aplicáveis mundialmente. O Código da MIS, portanto, distancia-se em alguns aspectos do Código da IOSCO de modo a poder harmonizar os requisitos por todos os seus locais de atuação. A despeito dessas diferenças, o Código da MIS está desenhado para atingir os objetivos do Código da IOSCO e tem sido considerado pela IOSCO como sendo substancialmente de acordo com o Código da IOSCO. Também notamos que o Código da IOSCO será muito provavelmente alterado periodicamente, mas o Artigo 20 não parece contemplar que as CRAs precisarão de tempo para alterar seus próprios códigos após a revisão pela IOSCO do seu código.

Por esses motivos, sugerimos que o parágrafo único do Artigo 20 seja revisado de modo a exigir que a CRA tenha um código de conduta que esteja substancialmente de acordo, ao invés de completamente alinhado, com o Código da IOSCO, e que as CRAs tenham tempo hábil para alinhar seus códigos de condutas por ocasião de quaisquer revisões feitas ao Código da IOSCO:

Artigo 20

...

Parágrafo único – O código de conduta da agência deve observar substancialmente os Princípios do Código de Conduta para Agências de Classificação de Risco de Crédito da Organização Internacional das Comissões de Valores – IOSCO (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies da International Organization of Securities Commissions - IOSCO) (o “Código da IOSCO”). Se o Código da IOSCO for alterado, a agência de classificação de risco de crédito terá 6 (seis) meses para alterar seu código de modo a observar substancialmente o Código da IOSCO revisado.

8. Consequências da Violação do Código de Conduta por um Funcionário

O inciso III do proposto Artigo 25 da Minuta obrigará a CRA a “punir infrações ao código de conduta.” A MIS (incluindo a Moody's) espera que todos os seus funcionários cumpram com as disposições do Código da MIS e tratem com seriedade quaisquer situações que indiquem que a MIS ou qualquer de seus funcionários tenha violado o Código da MIS, sem motivo justo.

É importante ressaltar, entretanto, que violações ao Código da MIS podem ocorrer por várias razões, tais como as seguintes:

- Um funcionário pode inadvertidamente violar o Código da MIS, por não ter entendido como este deveria ser aplicado em uma situação específica. Enquanto a MIS espera que todos os seus funcionários envidem seus melhores esforços para entender as exigências do Código da MIS e buscar orientação quando estiverem incertos sobre sua aplicação, este tipo de violação inadvertida pode ocorrer, ocasionalmente. Em tais circunstâncias, as pessoas no âmbito da MIS, responsáveis por determinar se uma violação do Código da MIS deva ser punida poderia concluir de modo adequado que a resposta apropriada seria de aumentar o treinamento ou orientação acerca do Código da MIS, ao invés de punir o indivíduo.
- As leis locais ou os contratos de trabalho podem proibir uma CRA de punir um indivíduo por violação de seu código de conduta em determinadas circunstâncias.

A Moody's acredita, portanto, que o inciso III do Artigo 25 deve ser revisado para refletir a realidade de que existe uma gama de respostas potencialmente adequadas a uma violação do código

de conduta de uma CRA e que a CRA deve poder decidir, a seu critério, como responder a uma violação. Sugerimos a seguinte linguagem:

“A agência de classificação de risco de crédito deve organizar suas atividades de forma a: ...

III – ~~punir~~ facilitar a identificação e detenção de infrações ao código de conduta e prever uma ação disciplinar a ser adotada, conforme adequado;”

9. Disposições para Tratar de Conflitos de Interesses

Para manter a objetividade e a independência, e para proteger a integridade das classificações de risco de crédito da MIS e de seus processos de classificação de risco, a Moody's, a MIS e a empresa controladora da MIS, a Moody's Corporation (“MCO”) têm adotado códigos de conduta, políticas, procedimentos e orientações para tratar de conflitos de interesses potenciais que resultem dos interesses comerciais das empresas, dos interesses pessoais dos funcionários das empresas, e/ou dos interesses dos emissores/entidades classificados, terceiros relacionados e/ou investidores.

A Moody's apóia, portanto, os princípios gerais subjacentes às disposições da Minuta que exigem que as CRAs eliminem, ou administrem e divulguem, conflitos de interesses potenciais que, de outro modo, possam prejudicar a independência e objetividade das classificações de risco das CRAs. Conforme discorremos em detalhe acima, contudo, acreditamos que alguns aspectos da Minuta sejam impraticáveis, dificultarão o alinhamento, pelas CRAs, de suas práticas comerciais e políticas no Brasil àquelas de outras localidades, ou imporão encargos excessivos às CRAs ou seus funcionários que não são justificáveis pelos benefícios que fluiriam aos mercados, de modo geral, em decorrência de tais exigências.

A. Impossibilidade de Eliminação de Todos os Conflitos

O inciso IV do Artigo 25 da Minuta obriga a CRA a organizar suas atividades de modo a “identificar, administrar e eliminar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade dos analistas de *rating* de crédito e das notas por eles atribuídas.” Alguns conflitos potenciais são inerentes aos processos de classificação de risco (*i.e.*, ser pago por emissores, ou investidores, para emitir um *rating*) e não podem ser eliminados, embora possam ser administrados. Este fato foi reconhecido pela IOSCO, que especifica no item 2.6 do Código da IOSCO, que a CRA deve “eliminar, ou administrar e divulgar, conforme adequado” conflitos de interesses potenciais ou efetivos. Linguagem semelhante foi recentemente adotada pelas autoridades canadenses.⁵ Adicionalmente, a Regulamentação da UE reconhece que nem todos os conflitos de interesse podem ser eliminados.⁶ Sugerimos, assim, que esta disposição seja revisada conforme segue:

“A agência de classificação de risco de crédito deve organizar suas atividades de forma a: ...

IV – identificar, ~~administrar~~ e eliminar, ou administrar efetivamente, eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade dos analistas de

⁵ Ver Administradores de Títulos Canadenses, Instrumento Nacional 25-101 – Organizações de Classificação de Risco Designadas, Apêndice A, disposição 3.7, disponível em osc.gov.on.ca.

⁶ O Parágrafo 27 do Preâmbulo estabelece que “As agências de classificação de risco de crédito devem evitar situações de conflito de interesses e administrar aqueles conflitos apropriadamente, quando forem inevitáveis.”

classificação de risco de crédito e das notas ~~por eles~~ atribuídas pela agência de classificação de risco⁷;

B. Restrições à Negociação de Valores Mobiliários por CRA e Seus Funcionários

O Artigo 22 da Minuta estabelece que a CRA e seus funcionários que estejam envolvidos na emissão de classificações de risco de crédito estarão proibidos de, direta ou indiretamente, deterem ativos financeiros de uma entidade classificada ou parte a ela relacionada, exceto por ações de fundos de investimento que: (a) não estejam sujeitos à influência da CRA ou de seus funcionários; e (b) não concentrem seus investimentos em setores ou empresas cobertas pela CRA. Esta proibição é significativa e acreditamos que seja desnecessariamente mais restritiva do que o Código da IOSCO ou a Regulamentação da UE.

Por exemplo, as cláusulas 2.13(a) e (b) e a cláusula 2.14 do Código da IOSCO prevêem:

“2.13 Nenhum funcionário da CRA deve participar ou, de outro modo, influenciar a determinação da classificação de risco de crédito da CRA de qualquer entidade ou obrigação específica se o funcionário:

- a. detiver títulos ou derivativos da entidade classificada, exceto por títulos de programas de investimentos coletivos diversificados; e
- b. detiver títulos ou derivativos de qualquer entidade relacionada a uma entidade classificada, cuja titularidade possa gerar ou ser considerada como geradora de um conflito de interesse, exceto por títulos de programas de investimentos coletivos diversificados;

2.14 Os analistas da CRA e qualquer pessoa envolvida no processo de classificação de risco (ou seus cônjuges, parceiros ou filhos menores) não devem adquirir ou vender, ou realizar qualquer operação envolvendo qualquer título ou derivativo com base em um título emitido, garantido ou de outro modo, suportado por qualquer entidade no âmbito da área de responsabilidade analítica principal de tal analista, exceto por títulos em programas de investimentos coletivos diversificados.”

Diferentemente do Artigo 22 da Minuta, o Código da IOSCO vincula as restrições de negociações de títulos ao escopo da área de atuação do funcionário da CRA, ao invés do escopo das atividades de classificação de risco da CRA. Do mesmo modo, as restrições de negociações de títulos na Seção C do Anexo 1 da Regulamentação da UE enfoca na área de atuação do analista e não nas atividades de classificação da CRA.⁸

O seguinte exemplo ilustrará a diferença entre a abordagem prevista no Artigo 22 da Minuta, de um lado, e as abordagens adotadas pelo Código da IOSCO e pela Regulamentação da UE, do outro. Consideremos um analista cuja área principal de responsabilidade analítica seja bancos. Nos termos do Código da IOSCO, do Código da MIS e da Regulamentação da UE, esse

⁷ As classificações de risco de crédito não são determinadas por analistas, mas pela CRA.

⁸ O Parágrafo 2 da Seção C proíbe os analistas de classificações de risco de, entre outros aspectos, participar ou, de outro modo, influenciar a determinação de uma classificação de risco de crédito de uma entidade classificada específica se, dentre outras coisas, essa pessoa: (a) detiver instrumentos financeiros da entidade classificada, exceto por programas de investimentos coletivos diversificados; ou (b) detiver instrumentos financeiros de qualquer entidade relacionada a uma entidade classificada, cuja titularidade possa gerar ou ser, de modo geral, considerada geradora de um conflito de interesse, exceto por títulos de programas de investimento coletivo diversificado.

analista não está autorizado a participar da determinação do *rating* de crédito de um banco em que detenha títulos ou derivativos. Ademais, esse analista não está autorizado a realizar qualquer operação envolvendo títulos ou derivativos no setor bancário. O analista, entretanto, estaria autorizado a deter títulos de empresas específicas no setor de mineração (ou qualquer outro setor fora da sua área principal de responsabilidade analítica). Também estaria autorizado a deter títulos e valores mobiliários de um fundo de investimento que concentre seus investimentos, por exemplo, no setor de mineração ainda que a MIS classifique riscos de empresas nesse setor. Este tipo de negociação está autorizado, pois o analista não participa da determinação das classificações de risco no setor de mineração.

Contrariamente, parece-nos que o Artigo 22 proibiria todos os analistas da CRA de deter quaisquer ativos financeiros (incluindo, por exemplo, contas bancárias e apólices de seguros) de qualquer entidade que a CRA classifique, exceto quotas de fundos de investimentos diversificados. Isso significaria que, no exemplo acima descrito, o analista do banco não estaria autorizado a deter títulos ou valores mobiliários de uma empresa de mineração ou de um programa de investimento coletivo que tenha enfoque no setor de mineração. Acreditamos que tais restrições sejam desnecessárias para atingir os objetivos da Instrução, pois seriam aplicadas a vários indivíduos que não têm um conflito de interesse, pois não estariam envolvidos na decisão referente ao *rating* em questão.

Também notamos que o inciso VII do Artigo 22 proibirá a CRA de emitir um *rating* se um conflito proibido surgir. Acreditamos que esta abordagem poderia ser inoportuna aos agentes de mercado. Se um dos conflitos de interesse especificados surgir, acreditamos que uma solução adequada frequentemente seja da CRA abster-se de emitir um *rating* de crédito ou de descontinuar o acompanhamento de um *rating* de crédito existente. Em algumas circunstâncias, entretanto, pode ser possível para a CRA tratar a situação de modo a eliminar o conflito ou, de outra forma, evitar que o conflito afete a integridade do *rating* de crédito. Declinar a determinação de um *rating* de crédito solicitado ou descontinuar o acompanhamento de um *rating* de crédito existente poderia interromper uma oferta de valores mobiliários, alterar a habilidade dos investidores institucionais de deterem valores mobiliários previamente classificados, ou resultar em uma violação aos compromissos previstos em contratos de um emissor.

Sugerimos, portanto, que alguns itens do Artigo 22 sejam revisados conforme segue:

“Artigo 22 – A agência de classificação de risco de crédito:

VII – ~~emitir classificação de risco, caso não deverá deter, direta ou indiretamente, títulos, valores mobiliários ou derivativos de qualquer entidade que classifique, ou de qualquer parte relacionada a uma entidade que classifique, exceto por investimento em fundos de investimento diversificados nos quais a agência não pode influenciar, direta ou indiretamente, a administração ou gestão do fundo;~~

VIII –deverá adotar e manter controles internos razoavelmente desenhados a proibir que seus analistas de classificação de risco de crédito e outras pessoas:

a) participem ou, de outro modo, influenciem na determinação da classificação de risco de crédito da agência, referente a uma entidade ou obrigação específica se a pessoa, direta ou indiretamente, detiver títulos, valores mobiliários ou derivativos da entidade classificada; e

b) realizem qualquer operação envolvendo qualquer título, valor mobiliário ou derivativo com base em um título ou valor mobiliário emitido, garantido ou, de

outro modo, suportado por qualquer entidade que esteja na área principal de responsabilidade analítica do analista ou funcionário.

O inciso ~~VII~~ VIII não se aplica às ~~negociações de ações de~~ operações em fundos de investimento, exceto se:

I – o analista ou outro funcionário puder influenciar, direta ou indiretamente, a administração ou gestão do fundo; e/ou

II – o fundo de investimento concentrar seus investimentos em qualquer setor ~~ou~~ sociedades coberto pelo analista ou funcionário.

C. Divulgação de Conflitos Potenciais nos Relatórios de Classificação de Risco

O inciso III(2) do Artigo 16 obrigará a CRA a incluir informações sobre potenciais conflitos de interesse em seus relatórios de *rating*. Conforme discutido no item 3(a) acima, a CRA será obrigada a divulgar se a entidade avaliada ou uma parte a ela relacionada for responsável por mais de 5% da receita anual da CRA. Adicionalmente, a CRA divulgará:

II se a CRA, os analistas de classificação de risco de crédito ou outras pessoas envolvidas no processo de emissão de classificação de risco, seus cônjuges, dependentes ou parceiros têm, direta ou indiretamente, interesses financeiros ou comerciais relevantes em relação à entidade avaliada; e

III se os analistas de classificação de risco de crédito ou outras pessoas envolvidas no processo de emissão de classificações de risco têm um vínculo com uma pessoa que trabalhe para a entidade avaliada ou parte a ela relacionada.

A Moody's concorda que as CRAs devem ser transparentes sobre os potenciais conflitos de interesses que possam afetar suas classificações de risco e sobre como administram tais conflitos. Acreditamos, no entanto, que as exigências de divulgação do inciso XIII(2) do Artigo 16 são desnecessariamente amplas quanto ao objeto, bem como incertas em sua aplicação. Por exemplo, o inciso II parece ser aplicável quando um analista de crédito que trabalha para a CRA, mas não participa da determinação de um *rating* específico, tiver um cônjuge que trabalhe para a entidade classificada. Tal exigência de divulgação parece desnecessariamente ampla, pois o analista em questão não está em posição de influenciar o *rating* em questão, e porque existem outras disposições na Minuta que podem, por exemplo, proibir um analista de *rating* de crédito cujo cônjuge trabalhe para um emissor classificado de participar na determinação do *rating* daquele emissor. Ademais, a CRA está obrigada a incluir em seu formulário de referência, informações sobre os tipos de conflitos de interesse potenciais que existem, os tipos de conflitos de interesses que proíbe, e como esta administra os conflitos de interesses potenciais remanescentes.

Do mesmo modo, o trecho "têm um vínculo com" no inciso II parece ser desnecessariamente amplo. Por exemplo, a exigência de divulgação não considera fatos como se a pessoa que trabalha para a entidade classificada (ou parte relacionada) detém uma posição de influência na organização, se o vínculo entre o analista de crédito e a pessoa é especialmente próximo, ou se o analista de crédito participa na determinação da classificação da entidade classificada (ou parte relacionada). Em outras palavras, os incisos II e III são tão amplos e incertos que será praticamente impossível implementá-los. Ainda que essas disposições pudessem ser implementadas, as divulgações exigidas provavelmente não aumentarão o entendimento do investidor sobre como a CRA administra conflitos de interesse potenciais. Notamos que outros

reguladores não têm adotado exigências de divulgação que tenham qualquer semelhança ao inciso III(2) do Artigo 16.

Notamos, ainda, que o item 11 do Anexo 13 da Minuta obriga as CRAs a incluírem informações em seus formulários de referência sobre os tipos de conflitos de interesse potenciais que estiverem sofrendo, os tipos de conflitos que a CRA proíbe, e as regras e políticas que tem adotado para administrar conflitos de interesses. Acreditamos que este tipo de divulgação fornece transparência suficiente sobre conflitos de interesse e como são administrados. Se a CVM concluir que devam existir divulgações sobre conflitos de interesse potenciais envolvendo ou associados a relatórios de *rating* específicos, recomendamos que as divulgações sejam gerais, em natureza, na linha prevista no item 11 do Anexo 13, ao invés específicas a determinadas classificações de risco.

Pelos motivos acima, recomendamos, portanto, que esta disposição seja inteiramente excluída.

10. Divulgações Iniciadas por Mudanças de Metodologia

O proposto Artigo 30 da Minuta obrigará as CRAs a efetuarem certas divulgações e tomarem algumas medidas quando implementarem mudanças significativas às metodologias e procedimentos utilizados para determinar classificações de risco de crédito. A Moody's não se opõe, em princípio, a essas exigências, mas recomendamos que o Artigo 30 seja revisado de modo que seja alinhado à Regulamentação da UE, conforme segue:

“Havendo mudanças significativas nas metodologias ~~e nos~~ **procedimentos**⁹ utilizadas para a elaboração da classificação de risco, a agência deve:

I – divulgar imediatamente, nos meios de comunicação que tenha utilizado para divulgar a classificação de risco, o ~~potencial impacto nas~~ **provável escopo das** classificações de risco **afetadas**¹⁰ por ela emitidas; e

II – reavaliar todas as classificações de risco que estejam baseadas naquelas metodologias ~~e procedimentos~~ em período não superior a 6 (seis) meses.

Na hipótese do inciso II do caput, a agência deve destacar, de imediato, que aquelas classificações de risco estão em observação.”

11. Divulgação se um Ativo Financeiro está sendo Avaliado pela Primeira Vez

O inciso IX do Artigo 17 da Minuta requer que a CRA indique se está “avaliando o ativo financeiro pela primeira vez”. Acreditamos que a CVM pretendeu exigir este tipo de divulgação quando a CRA estiver classificando o risco de um tipo específico de ativo financeiro pela primeira vez, e não se a CRA estiver avaliando o ativo financeiro específico. Recomendamos que isto seja esclarecido por meio de alteração desse dispositivo, indicando: “avaliando este tipo de ativo financeiro pela primeira vez”.

⁹ Item 6 do Artigo 8 da Regulamentação da UE não faz referência a procedimentos. Ademais, mudanças nos procedimentos de classificação de risco não afetam a substância das classificações de risco.

¹⁰ No momento em que a CRA mudar sua metodologia, não terá necessariamente completado a análise exigida para avaliar o provável impacto potencial nas classificações de risco afetadas, embora provavelmente poderá estimar quais grupos de emissores serão provavelmente afetados pela mudança na metodologia. A Regulamentação da UE obriga a CRA a divulgar o provável escopo das classificações de risco a serem afetadas, mas não exige que a CRA divulgue o provável impacto nessa etapa do processo.