

São Paulo, 23 de fevereiro de 2012.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**  
**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO**  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro  
Rio de Janeiro - RJ - CEP 20050-901

Att.: Flavia Mouta Fernandes

**Ref.: Audiência Pública SDM N° 16/11**

Prezada Superintendente,

É com grande satisfação que congratulamos a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pelo Edital de Audiência Pública SDM N° 16/11, no qual publicou a Minuta de Instrução sobre a atividade de classificação de risco de crédito. Entendemos que tal proposta traz ao mercado princípios que permitirão que tal atividade se desenvolva de forma salutar, trazendo benefícios para o mercado como um todo.

Nós, da Liberum Ratings, vimos por meio desta apresentar alguns comentários e sugestões à Minuta, com base no conhecimento e experiência adquiridos durante os anos em que atuamos em agências de *ratings*. Assim, nossas observações e sugestões estarão voltadas a abordar as características do mercado local, apresentando alternativas para que as regras ora propostas possam ser ainda mais efetivas.

Conforme mencionado no edital da própria Minuta de Instrução, essa Autarquia reconhece que, apesar da ampla discussão que tal atividade ganhou desde a crise financeira internacional de 2008, sua regulação com certeza não é simples. De fato, nossa experiência nos mostra que o principal desafio, nesse sentido, é a garantia da independência da atuação das agências de classificação de risco. Reconhecemos o esforço desta Autarquia também no sentido de instituir controles internos e de *compliance* que permeiam as atividades das agências, além de buscar aprimorar a transparência nas suas operações, com o intuito de assegurar a independência.

Observamos que a CVM enfrenta esses desafios em vários momentos da Minuta em referência, exigindo, por exemplo, maior transparência na estrutura da remuneração das pessoas envolvidas na classificação e no faturamento da agência, e segregação das atividades comerciais e de análise. A CVM também demonstra, na Minuta, sua preocupação em

fomentar a concorrência, principalmente no mercado local, em que há um número restrito de agências atuantes.

Em linha com esses propósitos, apresentamos nossas considerações, que estão organizadas dentro da estrutura de capítulos apresentada na Minuta de Instrução. A seguir, apresentamos cada uma delas.

## Sobre o **Capítulo I – Definições**

A partir de uma primeira análise da Minuta, entendemos existir uma diferenciação ou desalinhamento das exigências que recairiam entre as agências locais (empresas estabelecidas legalmente no Brasil e controladas por sócios residentes no país) e as internacionais (tanto as estabelecidas em território nacional e controladas por grandes grupos estrangeiros, como as que ainda não operam no mercado brasileiro). No entanto, após esclarecimentos obtidos em audiência com as áreas técnicas na sede dessa Autarquia, no último dia 23 de janeiro, entendemos que as agências locais e internacionais receberão tratamento isonômico com relação às exigências normativas para atuação no mercado de capitais doméstico. Inclusive, com relação à prestação de informações.

Entendemos, desse modo, que a CVM mantém claramente o alinhamento da Minuta com os princípios da isonomia e da livre concorrência, ambos tutelados pela Constituição Federal. O princípio da isonomia encontra-se no artigo 5º da Constituição Federal, que determina que todos devem ser tratados iguais perante a lei.<sup>1</sup> Ademais, a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, atribuiu como uma das finalidades dessa Autarquia, em seu Artigo 4º, VII: “assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários”.

Sendo assim, nosso único comentário para este capítulo se dá em virtude ao emprego da expressão “ativo financeiro”. Esse termo, que pode ser definido como todo e qualquer título representativo de parte patrimonial ou dívida, traz um sentido amplo, já que pode ser empregado para referir-se a títulos diversos, incluindo ouro e moedas, por exemplo.

Como a atividade de uma agência de *rating* não se limita ao mercado de valores mobiliários, é possível que o uso do termo “ativo financeiro” gere dúvidas sobre o escopo das regras ora propostas. A própria Minuta de Instrução destacou essa característica da indústria de *ratings*, já que se lê, no parágrafo único do Artigo 1º, que “esta Instrução não se aplica às classificações de risco de crédito privadas destinadas a ativos financeiros não negociados ou distribuídos publicamente no mercado de valores mobiliários”.

---

<sup>1</sup> BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF, Senado, 1998.

Por essa razão, com o intuito de não suscitar dúvidas sobre o correto entendimento do termo “ativo financeiro”, que também não é encontrado na Lei 6.385, sugerimos que, no inciso II do Art. 1º, a palavra “financeiro” seja suprimida, sendo mantida apenas a expressão “ativo”, na forma a seguir:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
II – classificação de risco de crédito: atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer <b>ativo financeiro</b> emitido no mercado de valores mobiliários.	II – classificação de risco de crédito: atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer <b>ativo</b> emitido no mercado de valores mobiliários.

Com a mesma finalidade, sugerimos que a palavra “financeiro” seja suprimida da expressão “ativo financeiro” do Parágrafo Único, da seguinte forma:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Parágrafo único. Esta Instrução não se aplica às classificações de risco de crédito privadas destinadas a <b>ativos financeiros</b> não negociados ou distribuídos publicamente no mercado de valores mobiliários.	Parágrafo único. Esta Instrução não se aplica às classificações de risco de crédito privadas destinadas a <b>ativos</b> não negociados ou distribuídos publicamente no mercado de valores mobiliários.

A redação dada a esse Parágrafo único, especificamente no trecho “esta Instrução não se aplica às classificações de risco de crédito privadas destinadas a ativos financeiros não negociados ou distribuídos publicamente no mercado de valores mobiliários”, faz-nos entender que as análises de ativos que serão objeto de distribuição privada ou dispensados de oferta pública (nas hipóteses da Instrução CVM nº 476/09) não estarão sujeitos às normas da futura Instrução.

Essa nossa observação reside no fato de verificarmos, por meio de nossa experiência na indústria de *rating*, que a natureza pública ou privada de uma emissão não afeta o risco de crédito da operação, não sendo um item relevante na análise feita pelas agências de *ratings*. Todavia, as agências costumemente têm acesso à informação sobre a natureza da distribuição apenas no momento de sua contratação.

Em especial, na hipótese onde determinado ativo é inicialmente distribuído de forma privada ou com dispensa de oferta pública e, num segundo momento, é ofertado publicamente (por exemplo, na busca por liquidez no mercado secundário), a agência não é comunicada da mudança na colocação do ativo. Com a atual configuração do funcionamento das agências de *rating*, não teríamos ferramentas para verificar uma eventual oferta pública de um ativo inicialmente classificado para uma oferta privada, ou mesmo assegurar que esse ativo mantenha suas características originais.

Com o intuito de criar uma solução para esse desafio, sugerimos que, nos hipotéticos casos em que o ativo objeto de distribuição privada seja distribuído posteriormente em uma oferta pública, a CVM estabeleça que o estruturador/distribuidor seja obrigado a comunicar à agência de classificação de riscos a mudança do *status* da oferta, com o objetivo de garantir a correta divulgação da classificação de riscos e o cumprimento dos objetivos da futura Instrução.

Prática similar a essa se observa, por exemplo, no mercado colombiano. O Decreto Lei 1076, de 2007, em seu artigo 2.3.2.4, prevê que, se em qualquer momento o emissor decide realizar a oferta pública do ativo, a agência de *rating* deverá divulgar a classificação. A forma mais eficiente para cumprir essa previsão seria atribuir ao emitente e/ou contratante do *rating* a responsabilidade de informar a agência sobre o *status* da emissão, sob o ponto de vista de sua distribuição.

## Sobre o Capítulo II - Autorização para o Exercício da Atividade

Congratulamos a CVM por propor, no Art. 3º deste capítulo, que seja instituído um responsável perante o mercado pelas atividades das agências de *rating* – premissa que também tem embasado a regulação dessa atividade em mercados desenvolvidos. Também cumprimos essa Autarquia por buscar instituir uma estrutura de *compliance* nas agências. Certamente, ambas as exigências contribuirão para que a atividade seja realizada em patamares de transparência superiores aos observados atualmente, o que se refletirá em um desenvolvimento salutar não só desse segmento, mas do mercado de valores mobiliários como um todo.

Essas novas exigências, no nosso entendimento, poderão ser ainda mais eficazes se puderem se ajustar a algumas características que marcam a atividade de *rating* no Brasil. Em especial, destacamos a peculiaridade do tamanho desse mercado. Como é de conhecimento da CVM, atualmente existe um número restrito de participantes, apenas sete agências, das quais três são estrangeiras. A estrutura societária da maior parte dessas empresas, por sua vez, é bastante concentrada, o que faz com que o próprio sócio majoritário seja o principal executivo da empresa ou detenha influência relevante sob seus executivos.

O papel desse sócio executivo ou sócio atuante, em tais estruturas, leva-nos a sugerir à CVM que a responsabilidade perante essa Autarquia seja, nesses casos, a ele atribuída. Na redação da Minuta, entende-se que tal responsabilidade deverá ser atribuída a um administrador, o que nos faz entender que essa incumbência possa vir a ser exercida por um profissional contratado especialmente para tal função, e não pelo principal executivo.

As estruturas societárias das agências em operação no Brasil, somada à repercussão que um *rating* atribuído alcança, leva-nos a acreditar, portanto, que a responsabilidade da agência perante o mercado deva ser exercida por um dos sócios da agência, formato

semelhante ao que prevê o normativo para a atividade de auditoria independente (ICVM 308, Art. 6o, inciso IX), sob pena de isentar o sócio majoritário e/ou o principal executivo (quando estes se confundem na mesma pessoa).

Assim, com o objetivo de dar evidência ao papel do responsável pela atividade de *compliance*, ao mesmo tempo a nova regra se alinha a outra, também publicada por essa Autarquia, sugerimos que a redação do inciso III deste artigo passe a ter a seguinte forma:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
III – atribuir a responsabilidade pelas suas atividades <b>a um administrador, que possua</b> todos os poderes necessários para representar a agência;	III – atribuir a responsabilidade pelas suas atividades <b>ao principal executivo, que representará a agência perante a CVM;</b>
	...
	§ 1º A responsabilidade pela agência, tratada no inciso III, deverá ser exercida pelo sócio que exercer a função mencionada, quando for o caso.

Entendemos que a criação e formalização de uma estrutura de *compliance* nas agências, e a atribuição dessa responsabilidade a um profissional específico, também seja um aspecto bastante positivo, uma vez que reforça a independência da atuação das agências e gerencia potenciais situações de conflito de interesses, que muitas vezes permeiam suas rotinas.

Contudo, ainda que essa estrutura beneficie a atividade de *rating*, o fato de ser necessário um profissional específico para tal função irá onerar a operação de uma agência, impactando de forma substancial a operação de agências de menor porte. Isso poderia até inviabilizar a atuação de agências de menor porte nesse segmento, indo em direção contrária ao estímulo da concorrência e melhora da qualidade dos serviços de classificação de risco no mercado local, que entendemos seja um dos objetivos primordiais almejados por essa Autarquia com essa nova Instrução.

Nossa sugestão, para esse ponto, será detalhada mais adiante, nos comentários sobre o Art. 26, que aborda a estrutura de *compliance*. Mas nossa proposta será no sentido de flexibilizar essa exigência, adequando a estrutura de *compliance* ao porte da agência. A CVM tem se mostrado sensível a esse aspecto, e um exemplo nesse sentido é a Instrução 480, que não só instituiu três categorias de emissores de valores mobiliários, divisão que respeita os tipos de valores mobiliários admitidos à negociação e os mercados em que tais valores mobiliários são admitidos à negociação, como também estabeleceu regimes diferenciados de prestação de informações, adequados a cada uma das categorias criadas.

Concordamos que a estrutura de *compliance*, pela importância que teria para o aperfeiçoamento da atividade de *rating*, deva ser obrigatória para as agências de qualquer

porte. Entretanto, a existência de um administrador específico poderia ser dispensada para agências de menor porte. Tomando como base a experiência que temos nesse segmento, acreditamos que agências com faturamento anual menor que R\$ 3 milhões (ou que emitam menos de 120 *ratings*/ano) teriam sua competitividade comprometida, em virtude do alto custo envolvido na contratação e manutenção de um profissional à altura do exercício de tal função.

Retomaremos essa questão no Art. 26. Porém, sugerimos, face ao exposto em relação ao porte da agência, a seguinte redação para o inciso IV deste Art. 3º:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
IV – atribuir a responsabilidade pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução a um administrador distinto do mencionado no inciso III, que possua todos os poderes necessários para exercer sua função; e	IV – <b>assegurar, por meio de estrutura adequada a seu porte, a implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução, conforme especificado no Art. 26 desta Instrução;</b> e

### Sobre o Capítulo III – Cancelamento da Autorização

Para este capítulo não temos maiores observações, dado que as exigências estabelecidas já são as verificadas nos normativos que regem a atuação de outros participantes do mercado. Nossa única questão remonta ao comentário que já fizemos no Art. 1º, sobre a utilização do termo “ativo financeiro”.

Assim, com o intuito de uniformizar o entendimento sobre as análises de risco de crédito que estarão sujeitas à Instrução, sugerimos a seguinte redação ao Art. 8º:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Art. 8º As classificações de risco de crédito emitidas por agências com autorização cancelada podem ser utilizadas no mercado de valores mobiliários por até:	Art. 8º As classificações de risco de crédito <b>de valores mobiliários</b> emitidas por agências com autorização cancelada podem ser utilizadas no mercado de valores mobiliários por até:
I – 10 (dez) dias úteis, caso exista classificação de risco de crédito do <b>mesmo ativo financeiro</b> ou entidade avaliada elaborada por outra agência de classificação de risco de crédito; ou	I – 10 (dez) dias úteis, caso exista classificação de risco de crédito do mesmo <b>valor mobiliário</b> ou entidade avaliada elaborada por outra agência de classificação de risco de crédito; ou
II – 3 (três) meses, caso não exista classificação de risco de crédito do <b>mesmo ativo financeiro</b> ou entidade avaliada elaborada por outra agência de classificação de risco de crédito.	II – 3 (três) meses, caso não exista classificação de risco de crédito do mesmo <b>valor mobiliário</b> ou entidade avaliada elaborada por outra agência de classificação de risco de crédito.

### Sobre o Capítulo IV – Prestação de Informações

Nossas observações, neste capítulo, estão concentradas na divulgação de “opiniões preliminares emitidas decorrentes de pedido de análise ou consulta preliminar”, mencionada no inciso IV do Art. 12, e nas divulgações de informações eventuais, previstas na Seção III.

Temos, ainda, considerações sobre o Formulário de Referência, mencionado na Seção II, que trata de informações periódicas. Porém, abordaremos esse tema específico mais adiante, nos “Anexos”, seguindo a estrutura apresentada na Minuta.

Verificamos que, neste Capítulo IV, a CVM busca introduzir normas que inibam a prática de *rating shopping*, conforme destacado no Edital. Concordamos com o entendimento da CVM, lá expressado, em que ressalta que tal prática “é nociva, por ocultar do investidor a informação sobre as demais consultas realizadas com outras agências de classificação de risco de crédito, além de potencialmente favorecer a concorrência predatória entre as agências de classificação de risco”. Para inibir o *rating shopping*, a CVM comenta que se baseou em medidas já utilizadas nos Estados Unidos e na Europa. Assim, a Minuta traz, como exigência, a divulgação de todos os “relatórios de classificação de risco de crédito que tenha elaborado, inclusive as opiniões preliminares emitidas decorrentes de pedido de análise ou consulta preliminar” (inciso IV do Art. 12).

As propostas ora apresentadas são interessantes, mas a dinâmica da indústria de *ratings* pode fazer com que tais medidas não sejam tão efetivas para inibir o *rating shopping*. Com base na experiência que temos, acreditamos que o *rating shopping* só seria inibido com uma ampla publicidade da nota atribuída ao ativo.

Possivelmente os relatórios de classificação, instrumento que, na nossa percepção, ganhou ênfase na Minuta, não possam cumprir, de forma eficaz, a publicidade que se faz necessária. Ainda que a CVM exija que as opiniões preliminares sejam divulgadas, entendemos que, além de um excesso de informação, que pouco ajudaria na correta informação do investidor, esse formato de divulgação também não inibiria o *rating shopping*. Ao contrário, inclusive por se tratar de uma opinião preliminar, poderia causar engano se divulgada de maneira ostensiva, tendo em vista seu caráter precário (tais como prospectos preliminares ou outros documentos que não sejam definitivos).

Entendemos ser mais efetivo focar na divulgação da nota atribuída a partir da publicação de Comunicados ao Mercado. Um caminho que poderia ser adotado, nesse sentido, é o que já se utiliza na Colômbia, mercado no qual a atividade de *rating* está regulada desde 2007. No Decreto 1076 de 2007, que dispõe sobre o exercício da atividade de classificação de riscos, o foco está na atribuição formal do *rating*, e não no relatório. Assim, a regra colombiana exige que “a sociedade qualificadora deverá dar ampla divulgação, ao mercado, de qualquer qualificação concedida, assim como suas revisões periódicas ou extraordinárias, em um prazo que não poderá ser superior a (24) horas após a sessão do Comitê Técnico em que tenha sido aprovada tal qualificação” (*tradução livre*). O relatório, por sua vez, deve ser divulgado dentro de oito dias após tal evento.

Assim, a divulgação das notas após os Comitês sob o formato de Comunicados ao Mercado, em substituição aos relatórios, seria uma alternativa mais eficaz, no nosso entendimento, para inibir o *rating shopping*. A elaboração dos relatórios demanda um tempo

maior, e erros e inconsistências podem surgir ao longo desse processo, influenciando as notas. O próprio Código da Iosco menciona, em seu art. 1.6, que a agência não deve emitir relatórios inconsistentes. Da mesma forma, o Código destaca a importância de dar oportunidade, ao emissor do ativo, de verificar se as informações consideradas na análise foram entendidas de forma correta (Artigo 3.7).

Esse Código prevê, ainda, o tratamento justo e honesto por parte da Agência com emissores, investidores, outros agentes de mercado e o público em geral (Artigo 1.12). Desse modo, e considerando a complexidade do processo de elaboração de um relatório de *rating*, não só do ponto de vista técnico mais também das melhores práticas para divulgação de ditos documentos, é de fundamental importância que regras a serem observadas na divulgação dos mesmos atendam não apenas aos critérios de transparência, mas também de exatidão e consistência técnica do mesmo e o tratamento justo de todas as partes envolvidas no processo de *rating*.

Ao tornar obrigatória a divulgação da nota logo após os Comitês, a regra delegaria uma maior responsabilidade aos membros que o compõem, ao mesmo tempo em que faria com que esses mesmos participantes passassem a supervisionar, uns aos outros, as condutas adotadas no momento de atribuição das notas, minimizando conflitos de interesse que possam surgir. Além disso, entendemos ser de suma importância que a CVM estipule prazos para a rotina dessas divulgações. Tanto da nossa proposta de instituir Comunicados ao Mercado, como das divulgações de relatórios. Fazer com que a data dos Comitês se torne ponto de referência, seria uma forma de equalizar a rotina de divulgação desse segmento.

A divulgação tempestiva do *rating* atribuído também estaria em linha com rotinas de divulgação aplicadas a outros participantes do mercado, em situações específicas. Um exemplo, nesse sentido, é a divulgação, por companhias abertas, das decisões tomadas em assembleias gerais ordinárias. O artigo 21 da Instrução CVM 480/09 prevê que seja publicado o sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária, no mesmo dia da sua realização (IX). A ata da assembleia, por sua vez, em até sete dias úteis da realização.

Não há dúvidas de que a atribuição de um *rating* e as assembleias se diferenciam em suas essências. Contudo, a elaboração de uma ata de assembleia não é menos complexa que a elaboração de um relatório de *rating*, que por pertencer ao cliente, precisa ser a ele submetido para verificação. Com um prazo maior para a divulgação desse relatório, entendemos que o investidor estará mais protegido do *rating shopping* por meio da divulgação da nota, nos termos expostos. Dessa forma, a substituição das informações preliminares do relatório por um comunicado ao mercado, e um prazo para a emissão de relatórios certamente contribuirá, e muito, para um melhor entendimento do investidor sobre os *ratings* atribuídos.

Outro ponto que poderia ser contemplado na regra brasileira é relativo à divulgações de *ratings* referentes a companhias abertas. Poderá haver casos em que os *ratings* antecipem a própria divulgação da companhia ao mercado, como no caso de ofertas em fase de



estruturação. Para garantir a simetria dessas informações, a Instrução em referência poderia prever que, nessas situações, o *rating* fosse divulgado exclusivamente à CVM, em sigilo. Tal condição teria como base a previsão já concedida a companhias abertas, nos termos dos artigos 6º e 7º da Instrução CVM 358/02.

Tomando como base os comentários acima, sugerimos as seguintes alterações no Art. 12 do Capítulo IV (Seção I – Regras Gerais) desta Minuta:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
IV – relatórios de classificação de risco de crédito que tenha elaborado, inclusive as opiniões preliminares emitidas decorrentes de pedido de análise ou consulta preliminar.	IV – <b>comunicados ao mercado sobre as classificações de crédito de valores mobiliários, divulgados em até 24 horas da realização dos Comitês que as tenha atribuído, e</b>
	V - <b>relatórios de classificação de risco de crédito de valores mobiliários que tenha elaborado, divulgados até 8 dias úteis da data do Comitê</b>

Considerando o acima exposto, e ainda sugerindo ajustes no texto para o melhor entendimento do escopo dessa regra, propomos que o artigo 14 adote a seguinte redação:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Art. 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:	Art. 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:
I – mudanças nas metodologias, procedimentos e critérios utilizados para a elaboração da classificação de risco;	I – mudanças nas metodologias, procedimentos e critérios utilizados para a elaboração da classificação de risco <b>de crédito de valores mobiliários;</b>
II – decisão de descontinuidade no acompanhamento da classificação de risco; e	II – decisão de descontinuidade no acompanhamento da classificação de risco <b>de crédito de valores mobiliários;</b> e
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 art. 12.	III – relatórios de classificação de risco de crédito <b>de valores mobiliários</b> que tenha elaborado, inclusive as opiniões preliminares emitidas decorrentes de pedido de análise ou consulta preliminar, divulgados de acordo com o inciso IV do art. 12.

Neste mesmo artigo, poderia ser prevista a exceção à divulgação, nos casos em que os *ratings* de crédito fizerem referências a operações que envolvam companhias abertas e que ainda não foram objetos de divulgação pela mesma. O *rating* poderia ser informado à CVM, em caráter confidencial, de forma semelhante à condição prevista, às companhias abertas, nos artigos 6º e 7º da Instrução CVM 358/02.

Sobre a Seção IV – Relatório de Classificação de Risco

A CVM propõe que algumas informações sejam acrescentadas aos relatórios de *rating* de crédito, medida que, em nosso entendimento, busca conferir maior transparência e confiabilidade às informações divulgadas. Porém, o aumento na quantidade de informações, ao nosso sentir, poderá comprometer a qualidade do conteúdo do relatório. Ao deixá-lo mais extenso, acrescentando-lhe informações que não estão diretamente relacionadas ao ativo analisado, poderá fazer com que o material tenha difícil compreensão e seja pouco atrativo ao investidor. Entendemos que isso poderia ir contra a proposta da CVM, que é fazer com que as informações divulgadas pela agência de classificação de risco de crédito “(...) não induzam o usuário a erro e sejam escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa”, conforme verificado no Art. 10º desta Instrução, em seus incisos I e II.

Além disso, as informações adicionais, que passariam a ter obrigatoriedade de divulgação nos relatórios, conforme exigência dessa CVM, já estariam publicadas e disponíveis em outros locais, como o Formulário de Referência e a própria página da agência na rede mundial de computadores.

Nesse sentido, nossas sugestões de redação para os incisos I e IV do Art. 16 seriam:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Art. 16. O relatório de classificação de risco deve <b>evidenciar:</b>	Art. 16. O relatório de classificação de risco deve <b>mencionar:</b>
I – a qualificação do analista de classificação de risco 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;	I – <b>o cargo ou função</b> do analista de classificação de risco 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;
	(...)
IV – a metodologia utilizada para a determinação da classificação de risco;	IV – a metodologia utilizada para a determinação da classificação de risco e <b>onde está disponível;</b>

Em relação ao inciso I, em que a CVM determina que o relatório deve evidenciar a qualificação do analista responsável pela classificação de risco, e do responsável pela aprovação da nota atribuída, sugerimos que a informação apenas mencione o **cargo ou função** desses profissionais. Tais qualificações já estarão detalhadas no Anexo 13, disponíveis na rede mundial de computadores. Repeti-las, no relatório, apenas faria com que o conteúdo se estendesse.

No inciso IV, entendemos também não ser necessário detalhar a metodologia utilizada, uma vez que já estará amplamente divulgada na rede mundial de computadores. Por essa razão, o relatório poderia se restringir a apenas mencionar a(s) metodologia(s) da(s) qual(s) se fez uso e os locais em que estão disponibilizadas. Como essas ferramentas são fundamentadas em dados técnicos, poderiam causar algum tipo de confusão aos usuários dos *ratings*, podendo ser de pouca contribuição para o entendimento do *rating* atribuído.

A palavra atualização, mencionada no inciso VI, suscitou-nos dúvida. De acordo com nosso entendimento, o monitoramento das notas atribuídas é contínuo, e os relatórios emitidos com base nesse acompanhamento, por sua vez, são publicados de acordo com o estipulado em contrato e específicos para cada produto. Dessa forma, entendemos que o mais efetivo seria divulgar não as atualizações, mas os termos estabelecidos nos contratos com os clientes.

Mais uma vez tomamos a regra colombiana como exemplo. No parágrafo único do Artigo 2.3.2.3 do Decreto 1076 de 2007, determina-se que “as agências de qualificação deverão definir nos contratos com seus clientes os prazos de entrega das qualificações iniciais, suas revisões e a periodicidade do acompanhamento”. (tradução livre). No nosso entendimento, o relatório poderia ser o local para que esses dados fossem divulgados. Assim, sugerimos a seguinte redação para o inciso VI do artigo 16º:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Art. 16. O relatório de classificação de risco deve <b>evidenciar</b> :	Art. 16. O relatório de classificação de risco deve <b>mencionar</b> :
	(...)
VI – a periodicidade de <b>atualização</b> ;	VI – os prazos de entrega das qualificações iniciais para cada tipo de ativo analisado, suas revisões e a periodicidade do acompanhamento, que deverão estar definidos nos contratos com seus clientes.

Ainda neste artigo, em seu inciso IX, entendemos que o termo “ativo financeiro” também precisaria ser ajustado, como já sinalizamos em outros momentos da Minuta. Sugerimos, assim, a seguinte forma:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Art. 16. O relatório de classificação de risco deve <b>evidenciar</b> :	Art. 16. O relatório de classificação de risco deve <b>mencionar</b> :
	(...)
IX – se a agência está avaliando o <b>ativo financeiro</b> pela primeira vez;	IX – se a agência está avaliando o <b>título de valor mobiliário</b> pela primeira vez;

No inciso seguinte, em que a CVM solicita que se informe “se a classificação de risco foi comunicada à entidade avaliada ou partes a ela relacionadas e se, em decorrência desse fato, a nota atribuída foi alterada antes da emissão do relatório”, entendemos que poderia ser suprimido, caso nossas sugestões sobre a divulgação de um Comunicado ao Mercado venha a ser acatada. Também entendemos que as exigências expressas nos incisos XII e XIII possam ser retiradas. As informações solicitadas nesses trechos já estão contempladas no Anexo 13 e também abordadas em outros documentos de domínio público, como Códigos de Conduta e Políticas de Gestão de Conflitos de Interesse. Incluí-las no relatório tornaria o documento extenso, contribuindo pouco para o entendimento do investidor.

## Sobre o **Capítulo V – Regras de Conduta**

Neste Capítulo, nossas observações se limitam a dois pontos abordados na Seção II, que trata de Vedações.

No Art. 22, inciso VII “e”, novamente surge a expressão “ativo financeiro”, já destacada em outras passagens da Minuta. A fim de que o termo esteja alinhado com o comentário que fizemos em ocasião do Art. 1º, inciso II, sugerimos que seja alterado para “ativo”, conforme texto abaixo.

Também sugerimos, para este mesmo artigo, que a CVM indique os serviços de consultoria que, segundo seu entendimento, podem comprometer a independência da agência, destacada no inciso V deste artigo. Um detalhamento, ao nosso ver, poderia contribuir para um melhor alinhamento das práticas de mercado às exigências regulatórias, e nossa sugestão toma como referência a Instrução 308, na qual a CVM, no parágrafo único do Art. 23 dá exemplos de consultoria, no âmbito da prestação de serviços por parte de auditores independentes.

Nesse sentido, sugerimos que os trechos de norma para agência de *ratings*, acima mencionados, sejam redigidos da seguinte forma:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Art. 22. É vedado à agência de classificação de risco de crédito:	Art. 22. É vedado à agência de classificação de risco de crédito:
e) não existam dados confiáveis ou a complexidade da estrutura do novo tipo de <b>ativo financeiro</b> possa por em risco a qualidade da classificação de risco a ser emitida.	e) não existam dados confiáveis ou a complexidade da estrutura do novo tipo de <b>ativo</b> possa por em risco a qualidade da classificação de risco a ser emitida.
	§ 1º São exemplos de serviços de consultoria ou quaisquer outros serviços que possam comprometer a independência do trabalho da agência:

## Sobre o **Capítulo VI – Regras, Procedimentos e Controles Internos**

Neste capítulo, o principal ponto que gostaríamos de abordar é o referente à figura do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos (Art. 26). Antes, contudo, gostaríamos de fazer um breve comentário em relação ao artigo imediatamente anterior, de n. 25, que trata dos objetivos a serem alcançados com a organização das atividades da agência.

Destacamos a exigência prevista no inciso I do Art. 25, em que a CVM torna obrigatório à agência “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”. A independência, em nosso sentir, é uma conduta a ser preservada pelo indivíduo em suas atividades diárias. Uma empresa, como pessoa jurídica, não pode atestar que um profissional atue com independência, mas pode garantir a existência de mecanismos que visem atestar a independência dos profissionais de seus quadros, e que tais mecanismos sejam cumpridos. Um exemplo desses mecanismos é o Código de Conduta, tratado no Art. 20 desta Instrução. Assim, agir com independência dependerá única e exclusivamente dos indivíduos que nela atuem.

Dessa forma, gostaríamos de sugerir, à CVM, que a regra que recairá sobre as agências de *rating* enfatize a existência de mecanismos que assegurem a independência, e não que a agência garanta que terceiros atuem com independência.

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Art. 25. A agência de classificação de risco de crédito deve organizar suas atividades de forma 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;	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 <b>de forma aderente ao código de conduta e demais regras de gestão de conflitos de interesse definidas pela agência;</b>

Em relação ao administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos, prevista no artigo 26, reiteramos nossa sugestão de condicionar a existência dessa figura ao porte da agência. Nos casos em que o faturamento anual seja inferior a R\$ 3 milhões/ano (ou de 120 análises emitidas no período), a contratação de um profissional específico para a função de administrador oneraria o custo de operação da agência, inclusive inviabilizando a continuidade dos negócios. Entendemos que para o desempenho dessa função, seria necessária a contratação de um profissional qualificado para ocupar uma posição de diretor, o que demandaria um investimento expressivo para remunerá-lo.

Como mencionamos anteriormente, a CVM tem se mostrado sensível a flexibilizar suas regras ao porte dos participantes envolvidos, de forma a estimular a concorrência e o acesso ao mercado de valores mobiliários. Com base nessas adequações, também sugerimos que a regra aqui proposta continue a propiciar o aumento da concorrência.

Concordamos que a criação de uma estrutura de *compliance* é altamente benéfica para promover a transparência da atividade de classificação de riscos, ao mesmo tempo em que minimiza a exposição a situações de conflitos de interesse. Por essa razão, agências de menor porte poderiam instituir essa estrutura de forma condizente ao tamanho de sua operação, permitindo que seja subordinada a um dos sócios da empresa. O próprio Código da Iosco, em seu artigo 1.15, indica que há a necessidade de designar uma pessoa para essa função, mas não estipula que seja um administrador.

Sobre a política de remuneração, abordada no artigo 27, suscitou-nos dúvida a redação dada ao parágrafo único: “A remuneração do administrador responsável pela agência e do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução não pode estar associada ao desempenho comercial da agência”.

Da forma como colocado (“desempenho comercial da agência”), entendemos que há espaço para uma interpretação confusa sobre este ponto. Acreditamos ser improvável dissociar a remuneração de qualquer funcionário da empresa do desempenho comercial da mesma. Possivelmente o objetivo dessa previsão é o de que não deva existir uma relação direta entre as vendas e os *ratings* atribuídos, minimizando potenciais conflitos de interesse.

Isso aconteceria, no nosso entendimento, se o pagamento se desse em forma de comissões sobre a venda. Assim, sugerimos a seguinte redação a esse trecho:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Art. 27. A agência de classificação de risco de crédito deve elaborar e divulgar política de remuneração, destacando, no mínimo:	
...	...
Parágrafo único. A remuneração do administrador responsável pela agência e do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução não pode estar <b>associada ao desempenho comercial da agência</b> .	Parágrafo único. A remuneração do administrador responsável pela agência e do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução não pode estar <b>atrelada a comissões ou participação nas vendas das agências</b> .

Por fim, no artigo 31 (Seção V – Informações sobre Desempenho), gostaríamos de sugerir alteração no histórico da matriz de transição e probabilidades de inadimplência para as diversas categorias de *rating*, cuja divulgação passará a ser exigida.

Entendemos que a CVM, com essa proposta, busca elevar o padrão de informações fornecidas, ao mercado, sobre a atividade de *rating*, o que dará credibilidade, solidez e alicerce para o desenvolvimento dessa indústria, no Brasil, refletindo-se, ainda, em maior segurança aos investidores.

A matriz de transição e os dados sobre probabilidade de inadimplência por categoria de *rating* são as principais ferramentas para dar credibilidade ao trabalho de uma agência de classificação de riscos. No entanto, esse tipo de divulgação deve ser acompanhada por mecanismos que garantam que as informações publicadas sejam coerentes, verificáveis e verdadeiras. O Código da IOSCO, em seu artigo 3.8, já prevê tal condição:

*“A fim de promover a transparência e permitir que o mercado realize o melhor julgamento do desempenho das avaliações, a agência deve, quando possível, publicar informações suficientes*

*sobre taxas históricas de inadimplência das categorias de avaliação da agência e se as taxas de inadimplência de tais categorias mudaram com o tempo, de modo que aqueles interessados possam compreender o desempenho histórico de cada categoria, se e como as categorias de avaliação mudaram, e ser capazes de realizar comparações de qualidade entre classificações dadas por diferentes agências. Se a natureza da classificação ou outras circunstâncias tornaram a taxa histórica de inadimplência inapropriada, estatisticamente inválida, ou de outra maneira passível de enganar os usuários da avaliação, a agência deve explicar tal fato. Essas informações devem incluir dados históricos quantificáveis, que sejam verificáveis, sobre o desempenho de suas opiniões de classificação de risco, organizadas e estruturadas, e, quando possível, padronizadas de maneira a auxiliar os investidores na realização de comparações de desempenho entre diferentes agências.”* (Tradução livre).

Destacamos a menção explícita que a IOSCO faz sobre o adequado uso desse tipo de informações, estressando a necessidade da divulgação de fatores de suma importância para o bom uso desse tipo de ferramentas, como a exigência de mencionar se os dados divulgados têm ou não relevância estatística, se eles podem levar os leitores a conclusões erradas sobre os dados publicados e se as informações são verificáveis e quantificáveis.

A divulgação de matrizes de transição e probabilidade de inadimplência, por categoria de *rating*, são peças fundamentais para mensurar o desempenho das agências, como já mencionamos. No entanto, a difusão desse tipo de informação deve ser acompanhada por ferramentas que validem seu adequado uso, com o objetivo de evitar: (i) a manipulação explícita dos dados; (ii) erros da captação e divulgação dos mesmos, (iii) falta de informações sobre as principais definições e períodos utilizados na construção desses dados ou, (iv) interpretações indevidas, por parte do mercado, devido a ausência de informações relevantes para a compressão dessas informações.

Esses “cenários” invalidariam o objetivo da Minuta e poderiam ocasionar o efeito contrário à proposta da CVM, que é agregar transparência às taxas de desempenho históricas das agências e permitir a comparabilidade entre as mesmas pelos agentes de mercado, inclusive podendo fomentar uma concorrência predatória entre as agências, dada a prerrogativa de construção de ferramentas de mensuração de desempenho de forma arbitrária. Considerando que antes de dar vigência às regras divulgadas nesta Minuta, as agências em operação não Brasil não eram obrigadas a adotar procedimentos e controles internos para elaborar esse tipo de informações, é necessário que sua divulgação seja permeada por parâmetros explícitos, com o objetivo de garantir que esse instrumento possa ser corretamente usado pelo mercado.

Como objetivo de contribuir para a elaboração desta Minuta, considerando que não nos pareceu que foram apresentadas, em detalhes, as condições em que informações sobre o desempenho das agências deverão ser divulgadas, gostaríamos de sugerir a inserção das seguintes premissas, que poderiam estar textualmente relacionadas na versão final da Instrução. Os comentários aqui apresentados são também válidos para as exigências de *disclosure* associadas ao Anexo nº. 13, particularmente em relação aos itens 14 e 15, que

tratam da Matriz de transição de classificação de risco de crédito e Matriz de taxa de inadimplência:

- 1) Exigir a divulgação de matrizes de transição e matrizes de inadimplência por categoria de *rating* (doravante denominado “dados de desempenho”) para todas as classificações de risco de crédito atribuídas desde o início das operações da agência.

Isso permitirá que o investidor se informe sobre o desempenho histórico da agência desde seu começo, e não a partir de uma data específica, conforme proposto na Minuta. Também permitirá prevenir que os participantes sobrevalorizem determinados dados, como o período de atuação ou ativos analisados no passado, o que poderia confundir o público usuário dessas informações;

- 2) Divulgar as matrizes de transição e matrizes de inadimplência de todas as classificações de risco atribuídas em escala local. Caso a agência tenha abrangência global, apresentar também dados que apresentem seu desempenho de forma consolidada fora do Brasil.
- 3) Divulgação de matrizes de transição e matrizes de inadimplência por categoria de *rating* por produto (ex. tipo de ativo avaliado, como Cédulas de Recebíveis Imobiliários (CRI), Cédulas de Crédito Bancário (CCB), Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), Instituições Financeiras, etc.), e de forma consolidada para os períodos solicitados.

A divulgação desses dados, por tipo de classificação atribuída, permite que o usuário possa comparar o desempenho da agência em relação a cada tipo de ativo avaliado. Nesse sentido, entendemos que é importante que agência não deixe de publicar dados de desempenho para todos os *ratings* de crédito atribuídos, independente de serem ou não divulgados publicamente, para produtos menos tradicionais ou visíveis (como CCBs ou CCIs).

- 4) Divulgação de informações históricas gerenciais e econômico-financeiras sobre o portfólio de *ratings* da agência, que permitam verificar que as informações divulgadas sobre o desempenho dos *ratings* por ela atribuídos sejam corretas e representem fielmente o histórico de emissão de classificação de risco da agência.

Já que as informações fornecidas pela agência não passam pelo filtro de terceiros (como a auditoria externa), esse tipo de informação agregaria credibilidade nos dados apresentados.

- 5) Declarações assinadas do Diretor-presidente e (após registro) pelo Administrador responsável pela agência perante a CVM e Administrador responsável pelo *Compliance*, confirmando que os dados divulgados são precisos.



Esse tipo de conduta já é prevista para a Divulgação de Informações Financeiras, pelas companhias abertas, nos Estados Unidos e no Brasil. Ao ser adotado também no contexto das agências de *rating*, entendemos que agregaria credibilidade aos dados apresentados.

- 6) Divulgar todos os procedimentos, ferramentas e controles internos adotados pela agência, para garantir que os dados históricos divulgados reflitam fielmente o desempenho real da agência durante todo o período considerado.

Ao exigir que a agência faça uso de sistemas internos, a CVM, no nosso entendimento, fomentaria a divulgação de dados de forma mais consistente, o que se reverteria em maior credibilidade, beneficiando diretamente o investidor.

- 7) Divulgar as definições mais relevantes para o entendimento dos dados de desempenho, como:

- i) Definição de inadimplência ou *default* considerada na construção dos dados;
- ii) Opinião sobre a relevância estatística dos dados apresentados;
- iii) Matrizes não apresentadas e motivo pela não apresentação das mesmas;
- iv) Apresentação clara de como a agência de classificação de risco incorpora, nos dados de desempenho apresentados (matrizes de transição e matrizes de inadimplência por categoria de *rating*), ações associadas a descontinuidade, retirada ou cancelamento de *ratings*, e se adota ferramentas para continuar verificando o perfil de risco do ativo de crédito cuja avaliação foi descontinuada;
- v) Procedimentos associados a descontinuidade, retirada e cancelamentos de *ratings*, do ponto de vista da sua classificação de risco, adotados pela agência;
- vi) Divulgar como a agência de classificação de risco incorpora migrações de *ratings* para classificações, cujo *rating* inicial se altere em decorrência de mudanças na estrutura do ativo avaliado;
- vii) períodos excluídos na construção dos dados apresentados, acompanhados de justificativa para tal exclusão e eventuais limitações desse tipo de prática na interpretação das informações apresentadas.

O público investidor precisa ter acesso às premissas utilizadas, pelas agências de classificação de riscos, na construção de ferramentas que mensurem seu desempenho. Sem as informações acima relacionadas e sugeridas, a leitura de dados apresentados pelas matrizes de transição e de inadimplência seria incompleta, colocando em risco a eficiência das ferramentas. Caso a CVM venha a exigir a divulgação das informações acima mencionadas, haveria um ganho em transparência, que se refletiria em contribuição para fomentar uma decisão de investimento ponderada e refletida.

- 8) No caso em que a agência de classificação de risco não possa garantir que as condições para a elaboração de dados de desempenho dos *ratings* sejam cumpridos, a mesma

deverá se abster de publicar ditas informações e deverá adotar processos que garantam que, no primeiro ano de atividade, após registro, esses dados sejam devidamente divulgados.

Além desse detalhamento, também sugerimos que o período referente ao histórico de desempenho das classificações seja maior ao proposto na norma, o que contribuiria para que o investidor tivesse uma visão mais confiável das atividades da agência ao longo do tempo.

Nesse sentido, sugerimos a seguinte forma ao *caput* do artigo 31 e a seu parágrafo único:

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO
Art. 31. A agência de classificação de risco de crédito deve elaborar documento, com base no histórico de desempenho das classificações <b>efetuadas desde 2002</b> pela agência, por segmento, de modo a evidenciar:	Art. 31. A agência de classificação de risco de crédito deve elaborar documento, com base no histórico de desempenho das classificações <b>emitidas desde o início de suas operações no mercado brasileiro</b> , por segmento, de modo a evidenciar:
...	...
Parágrafo único. A agência de classificação de risco de crédito que faz parte de conglomerado com atuação em outras jurisdições deve também apresentar as matrizes com informações do mercado global.	Parágrafo único. A agência de classificação de risco de crédito que faz parte de conglomerado com atuação em outras jurisdições deve também apresentar as matrizes com informações do mercado global, <b>utilizadas desde o início de suas operações no mercado brasileiro</b> .

Não temos considerações sobre os capítulos 7, 8 e 9. Nosso único comentário se restringe ao artigo 36, sobre o período de adaptação a essas regras, lá previsto para 1º de janeiro de 2013. Entretanto, acreditamos que, no caso de a Instrução ser publicada próxima a essa data, essa Autarquia estará sensível à necessidade de prorrogação do período inicialmente previsto para adaptação.

## Anexos

Da mesma forma, não temos considerações a serem feitas sobre o Anexo 4. No entanto, em relação ao Anexo 13, gostaríamos de dividir nossos comentários entre sugestões de ajustes e adequação da informação.

Primeiramente, causou-nos estranheza a abrangência das informações solicitadas neste anexo, em que a CVM determina que sejam divulgados dados referentes a ativos que não são classificados como valores mobiliários. Dessa forma, vai além do inicialmente estabelecido nesta regra, já que no Art. 1º, e em seus incisos, a CVM expõe que a norma será aplicada no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Feita essa consideração, gostaríamos de indicar pontualmente nossas sugestões, no quadro a seguir, de forma a alinhar as propostas da Minuta com as observações que apresentamos anteriormente.

TEXTO MINUTA	TEXTO SUGERIDO	COMENTÁRIOS
<b>1. Identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário</b>		
1.1 Declaração do administrador responsável pela agência e <b>do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução</b> , atestando que:	1.1 Declaração do administrador responsável pela agência e, <b>se houver</b> , do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução, atestando que:	Considerando que a figura desse administrador será necessária apenas a empresas de grande porte, como sugerido no Art. 26.
<b>4. Escopo das Atividades</b>		
c. a quantidade de emissores, operações estruturadas, obrigações financeiras ou outros ativos financeiros classificados pela agência, por segmento	c. a quantidade de emissores, operações estruturadas, obrigações financeiras ou outros ativos financeiros classificados pela agência, por segmento, <b>desde o início de suas operações no Brasil</b>	Acreditamos que um histórico dessas informações poderia ser um adicional à matriz de transição, a fim de permitir que o investidor possa confrontar a veracidade e coerência dos dados divulgados.
<b>7. Grupo econômico</b>		
7.1 Descrever o grupo econômico em que se insere a agência, indicando:		Ainda que essa condição prevista no "f", que sugerimos, esteja mencionada no Art.22, inciso VII, acreditamos ser importante que esteja detalhada neste Anexo. Ao dar transparência a essa informação, é possível visualizar se há conflitos de interesse na atividade da agência.
a. controladores diretos e indiretos		
b. controladas e coligadas		
c. participações da agência em sociedades do grupo		
d. participações de sociedades do grupo na agência		
e. sociedades sob controle comum		
	f. participações dos controladores diretos e indiretos, dos diretores e dos administradores em outras sociedades	
<b>14. Matriz de transição de classificação de risco de crédito</b>		

<p>14.1 Informar, com base no histórico de desempenho das classificações efetuadas <b>desde 2002</b> pela agência, as classificações de risco iniciais, suas mudanças e a probabilidade de transição para cada classificação no prazo de 1 (um) e 3 (três) anos. As probabilidades devem ser apresentadas separadamente para cada um dos seguintes segmentos:</p>	<p>14.1 Informar, com base no histórico de desempenho das classificações efetuadas pela agência <b>desde o início de suas operações</b> no mercado brasileiro, as classificações de risco iniciais, suas mudanças e a probabilidade de transição para cada classificação no prazo de 1 (um) e 3 (três) anos. As probabilidades devem ser apresentadas separadamente para cada um dos seguintes segmentos:</p>	<p>Ajustes em linha com as sugestões feitas durante a abordagem ao artigo 31.</p>
<p>...</p>	<p>...</p>	
<p>14.2 Inserir matriz de transição de classificação de risco de crédito, com base no histórico de desempenho das classificações efetuadas pela agência, no mercado global, se for o caso.</p>		<p>Informar quais as premissas e os controles internos utilizados para a construção da matriz de transição. Ajustes em linha com as sugestões feitas durante a abordagem ao artigo 31.</p>
	<p>14.3 Informar as premissas e os controles internos utilizados para a construção da matriz de transição</p>	<p>A matriz de transição é um tema bastante técnico, o que pode dificultar, para o investidor, uma correta interpretação. Além disso, com o intuito de conferir uma forma de checar a veracidade das informações, sugerimos que sejam informados os controles internos utilizados para gerá-las.</p>
<p><b>15. Matriz de taxa de inadimplência</b></p>		
<p>15.1 Informar a probabilidade de que um emissor, uma operação estruturada, uma obrigação financeira ou qualquer outro ativo financeiro classificado com determinada classificação fique inadimplente no prazo de 1 (um) e 3 (três) anos, com base no histórico de desempenho da agência <b>desde 2002</b>. As probabilidades devem ser apresentadas separadamente para cada um dos seguintes segmentos:</p>	<p>15.1 Informar a probabilidade de que um emissor, uma operação estruturada, uma obrigação financeira ou qualquer outro ativo financeiro classificado com determinada classificação fique inadimplente no prazo de 1 (um) e 3 (três) anos, com base no histórico de desempenho da agência <b>desde o início de suas operações no Brasil</b>. As probabilidades devem ser apresentadas separadamente para cada um dos seguintes</p>	<p>Ajustes em linha com as sugestões feitas durante a abordagem ao artigo 31.</p>

	segmentos:	
15.2 Inserir matriz de taxa de inadimplência, com base no histórico de desempenho das classificações efetuadas pela agência, no mercado global, se for o caso.		Informar quais as premissas e os controles internos utilizados para a construção da matriz de transição. Ajustes em linha com as sugestões feitas durante a abordagem ao artigo 31.
	15.3 Informar as premissas e os controles internos utilizados para a construção da matriz de transição	Ajustes em linha com as sugestões feitas durante a abordagem ao artigo 31.

O Anexo 13 traz a exigência de divulgação de várias informações que, certamente, poderão contribuir para que se eleve o padrão de governança que deverá passar a ser observado pelas agências de *rating*. Nesse sentido, cabe destacar as exigências que visam contribuir para minimizar os conflitos de interesse que surgem como prestadores de serviços de avaliação de risco, como a preocupação com informações sobre partes relacionadas e os esforços para segregar as atividades de análise e as atividades comerciais.

Porém, tendo em consideração os objetivos da CVM com a Minuta ora proposta, entendemos que algumas exigências poderiam ser mais eficazes se fossem consideradas as características das empresas que atuam nesse segmento. Outras, por sua vez, pouco contribuiriam para atestar a independência das agências.

Como já mencionamos anteriormente, as agências que atuam no Brasil são sociedades limitadas, muitas vezes marcadas pela forte presença de um majoritário, que normalmente também está à frente da operação. E exatamente pelo fato de essas agências terem um número restrito de sócios, entendemos que haveria um custo corporativo, talvez excessivo, para informar publicamente os números detalhados de sua operação, como exigem item 4.b e o item 6, em sua íntegra.

No nosso entendimento, o usuário do *rating* busca, nessas análises, balizar sua decisão de investimento. Para isso, os pontos valorizados seriam a independência da agência, a coerência de suas metodologias e seu histórico de atuação. Não vemos que, para esse usuário, informações como receita bruta e líquida, total em ativos ou patrimônio líquido contribuam para o melhor entendimento da análise elaborada, pois em nenhum momento, em nossa visão, atestam a independência, a integridade e a idoneidade da agência de *rating*. Por essa razão, gostaríamos de sugerir, a essa Autarquia, que as informações solicitadas no item 4.b e item 6 sejam enviadas exclusivamente à CVM.

Da mesma forma, sugerimos que a informação solicitada no item 4.4, em que determina a Identificação dos 20 (vinte) maiores clientes em termos de receitas geradas, também seja enviada exclusivamente à CVM. Em nosso entendimento, esse dado pouco contribuiria para que o investidor avaliasse a independência da agência de *rating*. No item imediatamente anterior, já se solicita que sejam identificadas “as entidades avaliadas ou partes a elas relacionadas que sejam responsáveis por mais de 5% (cinco por cento) da receita líquida anual da agência, informando o montante total de receitas geradas para a agência”. Entendemos que essa abordagem contribui, em maior grau, para identificar a independência da agência do que propriamente identificar os clientes por meio de receitas geradas. Se de fato a CVM considerar necessária essa divulgação, solicitamos que seja avaliada a possibilidade de esse dado ser comunicado exclusivamente à CVM, a fim de não expor os clientes da agência e preservar o caráter estratégico dessas informações.

Por fim, gostaríamos de abordar a previsão do item 5.2, que prevê a apresentação de parecer de auditoria independente, se houver. Entendemos que a contratação de um serviço de auditoria seria extremamente salutar para elevar a transparência das operações de uma agência de *rating*. Entretanto, como sua contratação não é obrigatória, o custo corporativo de divulgar o parecer ao público poderia inibir a contratação desses serviços, e não incentivá-lo. Dessa forma, sugerimos que a CVM considere que, nos casos em que a agência de *rating* contrate uma auditoria, o parecer seja enviado exclusivamente à CVM.

Feitas essas considerações - que estão em linha com nossa razão de ser, que é o foco no investidor, e com nosso propósito de contribuir para a elaboração dessa norma - acreditamos que a regulação ora proposta exercerá um papel fundamental para elevar a transparência da atividade de *rating* no Brasil, fortalecendo a governança e contribuindo para seu desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Novamente congratulamos a CVM pela iniciativa, reiterando que continuamos à disposição.

Atenciosamente,

Décio Baptista dos Santos  
*Diretor de Relações Institucionais*

Mauricio Bassi  
*Diretor Técnico*