

São Paulo, 23 de fevereiro de 2012.

À Comissão de Valores Mobiliários
Rua 7 de Setembro 111, 5º Andar
Rio de Janeiro, RJ
República Federativa do Brasil

Atn.: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana
Presidente

Flávia Mouta Fernandes
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Re: Audiência Pública SDM N°16/11
Regulation proposal on credit rating agencies' activity

Prezadas Maria Helena e Flávia,

A Standard & Poor's Ratings Services ("S&P" ou "S&P Ratings Services") tem a satisfação de apresentar à Comissão de Valores Mobiliários ("CVM" ou a "Comissão") sua visão sobre a proposta de uma regulação das atividades das agências de classificação de risco (rating) de crédito ("CRAs", na sigla em inglês) no mercado de valores imobiliários, publicada pela CVM por meio de seu Edital de Audiência Pública SDM N°16/1, datado de 22 de dezembro de 2011 (o "Edital") ("Minuta de Instrução sobre a atividade de classificação de risco de crédito") (a "Minuta de Instrução" ou "Minuta").

A S&P Ratings Services é uma das principais agências internacionais de classificação de risco (rating) de crédito, que vem atribuindo ratings de crédito desde 1916. As atividades de rating de crédito da S&P Ratings Services são conduzidas globalmente por meio de várias entidades afiliadas¹ que operam de acordo com políticas, procedimentos e critérios que são geralmente aplicados globalmente. A S&P Ratings Services compartilha uma estrutura operacional integrada. No Brasil, a S&P Ratings Services opera por intermédio de um escritório local em São Paulo, SP (a S&P Brasil).

A S&P acredita que uma regulação das CRAs bem construída pode servir, entre outros objetivos, para promover ratings de crédito sólidos, independentes e imparciais, e também fomentar a confiança do investidor ao facilitar a aplicação consistente de padrões práticos e flexíveis. A este respeito, a Standard & Poor's dá suas boas vindas às propostas contidas na Minuta de Instrução, que poderiam, em uma base global consistente, aumentar a transparência e preservar a independência analítica das opiniões das agências de rating e de seus processos analíticos.

A S&P aprecia o fato de a CVM reconhecer a influência que o *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* da IOSCO e que os regimes de CRAs nos Estados Unidos e na União Europeia tiveram na preparação da Minuta. A este respeito, gostaríamos de encorajar a CVM a incluir na regra final uma provisão presente nos regimes dos Estados Unidos e da União Europeia, que afirma expressamente que, ao conduzir sua supervisão das CRAs, o regulador não deve interferir no conteúdo de nenhum rating de crédito ou metodologias. Este conceito é claramente expresso nos regimes da União Europeia (Artigo 23

¹ As entidades afiliadas são todas subsidiárias diretas ou indiretas, filiais ou divisões da The McGraw-Hill Companies, Inc., uma empresa incorporada no Estado de Nova York, EUA e listada publicamente na New York Stock Exchange.

parágrafo 1 da Regulação N°1060/2009 da União Europeia sobre Agências Avaliadoras de Risco de Crédito) e aquele dos Estados Unidos (Credit Rating Agency Reform Act de 2006). A S&P acredita que essa provisão é essencial para a salvaguarda da independência das CRAs e para evitar qualquer percepção de que a CVM pode influir ou endossar quaisquer ratings de crédito.

Como solicitado pela CVM em seu Edital, a S&P Ratings Services fornece abaixo sua opinião sobre a regulação proposta na Minuta de Instrução. Com o objetivo de facilitar a leitura, nossos comentários seguem a ordem dos itens da Minuta:

a) Autorização, Requisitos para o Registro da CRA, Endosso de Ratings (Capítulo II, Seção I, Artigo 3, IV; Seção II, Artigo 6, II: Anexo 4, V; Anexo 13, 4 e 6)

Em relação ao requisito proposto de que as CRAs tenham um funcionário específico e independente quanto à atribuição de responsabilidade pela "*implementação e cumprimento das regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução*", acreditamos que, no caso das CRAs globais, o cumprimento destes requisitos deveria levar em consideração a existência desses indivíduos por toda a rede mais ampla das CRAs. Em nossa visão, para as CRAs com operações globais, os objetivos de governança corporativa podem ser atingidos de maneira mais eficaz ao nível do grupo e deveriam ser avaliados globalmente ante uma estrutura baseada em princípios, mais do que em uma estrutura prescritiva.

A este respeito, a S&P Ratings Services tem funcionários com responsabilidades globais ou regionais que abrangem as áreas de *compliance*, critérios e questões relativas à qualidade e risco por toda a organização, e tais funcionários, embora não estejam presentes em cada um dos locais onde a S&P opera, estes trabalham efetivamente na S&P, dando suporte a esses locais no mundo. Especificamente, a S&P Ratings Services conta com uma função de *compliance* que, entre outras responsabilidades, administra os programas de *compliance*, monitora certas atividades que incluem as transações de valores mobiliários, arranja e conduz treinamentos relacionados a políticas, e aconselha os empregados em assuntos relativos ao cumprimento de políticas e diretrizes relacionadas.

No entanto, a S&P preocupa-se com o requisito de que uma entidade legal que solicita o registro no Brasil deva contratar um responsável pela função de *compliance*, caso já não o tenha em seus quadros locais. A S&P acredita que tal requisito não seja necessário no contexto das organizações que tenham uma estrutura de *compliance* abrangente e funcionários suficientes que possam dar suporte à infraestrutura contida no grupo maior em que a S&P opera.

Portanto, requeremos que qualquer proposta neste sentido reconheça a natureza global de nosso negócio e permita às CRAs cumprir com este requisito por meio de funcionários e operações implementadas em outras partes da rede global da CRA.

Além disso, entre as informações que a Minuta requer que sejam submetidas pelas CRAs à CVM ao solicitarem seu registro, o Anexo 4, V menciona o "*manual de controles internos*". A este respeito, a S&P sugere que tal referência seja substituída por uma mais genérica que permita às CRAs registrarem "informações sobre os procedimentos de controle interno", pois as CRAs podem não necessariamente ter tais informações compiladas em um único manual, mas sim em um conjunto de políticas e procedimentos diferentes. De forma mais geral, a S&P também recomenda que se as informações sobre a atividade e financeiras requeridas no Anexo 13 (seções 4 e 6) para ser registradas juntamente com a solicitação de registro, estejam relacionadas somente com as operações locais da CRA, a CVM esclareça este aspecto na regra final.

Finalmente, em conexão com as provisões de equivalência presentes no Artigo 6 da Minuta, a Standard & Poor's preocupa-se com a introdução de um regime de endosso de ratings com tais características no Brasil, pois acredita que tal requisito não necessariamente acrescenta transparência ao mercado e não tem precedentes em nenhuma outra estrutura regulatória na região. Com relação a isto, acreditamos que os ratings atribuídos fora do Brasil pelas CRAs com operações globais que tenham implementados códigos, políticas e procedimentos consistentes por todas as suas práticas e localizações ao

 2

redor do mundo podem ser reconhecidos para utilização nos mercados de valores mobiliários brasileiros sem que haja a necessidade da aplicação de um teste de equivalência no regime do outro país no qual o escritório da CRA que está atribuindo o rating se localiza².

b) Cancelamento da Autorização da CRA, Cancelamento pela CVM (Capítulo III, Seção I, Artigo 7, III)

O Artigo 7, III proposto na Minuta, discute a revogação da autorização das operações da CRA caso se torne evidente que esta “*não mais atende aos requisitos e condições mínimas para o exercício da atividade de classificação de risco*”. Entretanto, a redação de tal provisão não é clara quanto ao que são tais “requisitos e condições mínimas”

A S&P solicita que a CVM esclareça o escopo de tal provisão antes da finalização de tais regras, permitindo comentários adicionais, quando apropriado. Também solicitamos que a regulação forneça às CRAs a possibilidade de ser ouvida durante o processo de revogação, de forma que estas possam ter a chance de explicar sua visão e, se necessário, solucionar a situação antes de a CVM tomar uma decisão a respeito da revogação de suas licenças.

c) Prestação de Informações (Capítulo IV)

• Geral (Seção I, Artigo 12, III e IV)

A S&P acredita que o escopo do requisito no Artigo 12 — III de que se publique e mantenha nos web sites das CRAs as “*Regras, procedimentos e descrição dos controles internos preparados para o cumprimento desta Instrução*” é muito amplo e seu escopo deveria ser esclarecido, para evitar que os web sites das CRAs sejam sobrecarregados com informações que ultrapassam o propósito da CVM de aprimorar a transparência do mercado, podendo se tornar confuso e não trazer nenhum benefício ao público.

Além disso, a S&P preocupa-se com o escopo do requisito de as CRAs publicarem em seus web sites (Seção I, Artigo 12, IV) e de também informarem a CVM (Seção II, Artigo 14, III) suas “*opiniões preliminares*” emitidas em conexão com os pedidos de terceiros por tais análises ou opiniões preliminares. Especificamente, o escopo do termo “*opiniões preliminares*” não está claro quanto a se este compreende os ratings preliminares atribuídos pelas CRAs a certos tipos de transações, ou se também têm a intenção de englobar quaisquer outras opiniões expressas por elas no curso de suas análises de rating.

A S&P, por exemplo, atribui *ratings preliminares* a devedores ou obrigações, em uma variedade de casos, que incluem emissões de operações estruturadas e emissões de *project finance*. A atribuição de um rating final condiciona-se ao recebimento pela S&P da documentação necessária, e tal rating final, se atribuído, pode diferir do rating preliminar anteriormente atribuído.

A S&P entende o objetivo da CVM de parar com a prática assim chamada de *rating shopping* por parte das entidades que solicitam os ratings (Minuta, parágrafo 3,4 Raing Shopping pp. 5-6). Entretanto, acreditamos que a redação é vaga do requisito e poderia ter a consequência não intencional de levantar questões de confidencialidade com as entidades avaliadas e, assim, criar confusão para aqueles que recebem os ratings.

A este respeito, o requisito de divulgar publicamente *qualquer* opinião fornecida pelas CRAs, que possa incluir a divulgação de informação não pública fornecida por um emissor no processo de atribuição de rating de crédito poderia dar origem a questões de confidencialidade e inibir a vontade do emissor de obter ratings de crédito, de dialogar com as CRAs e de com estas compartilhar informações confidenciais. E, mesmo que o requisito se refira apenas aos ratings preliminares — que assumimos seja o caso — e não a todas as opiniões e *feedbacks* dados durante o processo de rating de crédito, a divulgação por parte das

² Por favor, veja a resposta da Standard & Poor’s à Consulta sobre Diretrizes para a Aplicação de Regime de Endosso de acordo com o Artigo 4(3) da Regulação de Rating de Crédito, 1060/2009 da ESMA.

CRAs de um rating preliminar junto com um rating final diferente deste último, pode involuntariamente confundir aqueles que os recebem quanto à qualidade de crédito do emissor ou emissão avaliados. Finalmente, se a CVM decidir manter o requisito de que a informação adicional aos ratings finais seja tornada pública, solicitamos então que considere requisitar aos emissores e não às CRAs que divulguem publicamente se eles previamente contrataram os serviços de qualquer CRA que não aquela(s) que esteja(m) atribuindo os rating de crédito final e/ou se quaisquer das CRAs contratadas, incluindo-se aquela que está atribuindo o rating de crédito final, atribuiu qualquer rating de crédito preliminar para o mesmo emissor ou emissão e, ao mesmo tempo, divulgar estas ações de rating de crédito.

Adicionalmente aos ratings preliminares, a pedido das entidades classificadas, a S&P poderá atribuir ratings de crédito confidenciais ou privados (Política de Atribuição, Retirada ou Suspensão de Ratings de Crédito da S&P Ratings Services de 11 de setembro de 2011) ou avaliações de crédito ("*Credit Assessments*"), que as entidades classificadas podem apenas distribuir em base limitada. Entendemos que, com base no Artigo 1 "Parágrafo Único" da Minuta, que tais tipos de opiniões não foram contemplados nesta proposta de regulação e que a CVM não tem a intenção de requisitar sua publicação.

Finalmente, em conexão com o requisito neste Artigo de publicar em geral os relatórios de rating, nos web sites das CRAs, acreditamos que a regra final deveria permitir que as CRAs determinem, à sua discricão, de acordo com suas políticas e práticas, o período de tempo razoável que devam publicar tal informação em seus web sites.

• **Informações Periódicas e Geradas por Eventos, Metodologias de Ratings (Seção II, Artigo 13 e Seção III, Artigo 14)**

O requisito apresentado no Artigo 13 – I, em conexão com o relatório de alterações das metodologias de rating das CRAs parece se sobrepor ao requisito semelhante estabelecido no Artigo 14 – I.

A este respeito, solicitamos que a CVM esclareça se o requisito de a CRA enviar à Comissão, por meio de seu próprio Web site, "*as mudanças nas metodologias, procedimentos e critérios utilizados para a elaboração da classificação de risco*" (Artigo 14 - I) é separada ou envolve informações diferentes daquelas do requisito de atualizar o formulário de registro da CRA de modo a incorporar quaisquer "*alterações nas metodologias utilizadas no processo de classificação de risco*" e a enviar à CVM por meio da página da CVM na rede mundial de computadores, como estabelecido no Artigo 13 – I da Minuta. Também, em conexão com o previamente exposto, sugerimos a aplicação um limite material ao requisito de modo a informar "*alterações nas metodologias*", para evitar sobrecarregar a CRA e o cartório da CVM. Acreditamos que isto seja consistente com a abordagem assumida em outros lugares da Minuta, como por exemplo, com o requisito constante no Artigo 30 da Minuta – referente à revisão das classificações de risco em decorrência de modificações *significativas* nas metodologias e critérios da CRA.

• **Relatório de Classificação de Risco (Seção IV, Artigo 16, 17 e 18)**

Com relação ao requisito no Artigo 16 – 1 de, nos relatórios de classificação de risco, fazer referência à "*qualificação*" do analista responsável pela elaboração do relatório ou àquela dos membros do comitê que atribuiu a classificação de risco (rating), acreditamos que a regra deveria esclarecer que a "*qualificação*" significa *título* (ex: analista principal, analista secundário); requerer que os relatórios de rating de crédito incluíssem mais informações sobre o analista como, por exemplo, sua formação educacional e profissional, seria demasiado e muito pessoal para ser incluído em um relatório público e confuso para os leitores. As informações sobre a qualificação geral dos analistas poderia ser suprida à CVM como parte do processo de registro, em consistência com a maneira pela qual isso é realizado sob outros regimes regulatórios das CRAs.

Outrossim, sugerimos que o requisito de fazer referência ao nome dos analistas no relatório de classificação de risco, seja circunscrito àqueles do analista principal e dos analistas secundários, que são os indivíduos das CRAs que têm interação direta com as entidades avaliadas e são aqueles tipicamente contatados pelos recipientes dos relatórios de classificação de risco. Melhor do que expressar os "*fatos e*

circunstâncias nas quais a decisão se baseia”, no Artigo 17-III, sugerimos que a CVM alinhe sua redação com a equivalente referente ao requisito de divulgação presente na Regulação da União Europeia³, bem como no Código da IOSCO em 3.6, os quais determinam os “*elementos chave subjacentes aos ratings de crédito*”.

O Artigo 16 –VI da Minuta requer que os relatórios mencionem “...a periodicidade de atualização”. A este respeito, os relatórios de rating da S&P indicam a data do rating atual, bem como aquela da ação de rating prévia ou da atualização publicada. Entretanto, acreditamos que o requisito de o relatório de rating fazer referência à política de monitoramento da entidade ou da emissão (i.e, anual, semestral, trimestral, etc.) pode ser invasivo e ultrapassar o escopo de tal relatório. Ao invés, os usuários dos ratings e o público em geral podem ser dirigidos às políticas de monitoramento das CRAs — por exemplo, a Política de Monitoramento da S&P (de 1 de junho de 2011) descreve os fatores que a S&P considera para estabelecer a frequência, tempestividade e abrangência de seus monitoramentos de ratings.

Em conexão com o requisito presente no Artigo 16 – VII de mencionar nos relatórios de rating “...o escopo e as limitações do rating, relativos à quantidade, qualidade e acuidade dos documentos e dados históricos existentes”, pelas razões também mencionadas em nossos comentários sobre o Artigo 20 – II da Minuta, a S&P acredita que o requisito deveria ser redigido de modo a levar em conta o que a CRA considera ser informação adequada e confiável, em oposição ao uso de linguagem que sugira um padrão absoluto a esse respeito.

A S&P também sugere que a CVM esclareça se a referência a 5% das receitas anuais da CRA no Artigo 16 — XIII tem relação com as operações globais e locais da CRA.

Em relação aos relatórios dos ratings de operações estruturadas, a redação do Artigo 17 – II proposto no requisito de mencionar no relatório de rating “...o nível de diligência empregado em relação à avaliação do ativo subjacente”, deveria ser modificado, pois entendemos que o nível de avaliação por parte da CRA relativa ao desempenho dos ativos subjacentes não é uma questão de diligência, mas sim de critério, como por exemplo, se a CRA conduziu sua própria análise ou utilizou a avaliação de terceiros. A este respeito, uma provisão similar na Regulação da União Europeia, *EU Regulation EC N°1060/2009 (Anexo I, Seção D, parágrafo II, subparágrafo 2)*, menciona que a CRA deve declarar qual o nível de avaliação que ela realizou “*com relação aos processos de diligência conduzidos no nível dos instrumentos financeiros subjacentes ou de outros ativos de instrumentos de operações estruturadas*”, divulgando “*se a CRA conduziu qualquer avaliação de tais processos de diligência ou se ela utilizou a avaliação de terceiros, indicando quanto o resultado de tal avaliação afeta o rating de crédito*”. A S&P sugere que a proposta da CVM reflita a redação do requisito de divulgação da Regulação da União Europeia.

A Standard & Poor's acredita que algumas das informações requisitadas que devem ser incluídas nos relatórios de classificação de risco (Artigo 16 – XI, XII e XIII, § 2º), ultrapassa o escopo de tais relatórios de ratings e poderiam ser apresentadas separadamente por meio de uma divulgação independente no web site das CRAs. Este é, por exemplo, o caso da divulgação relativa a outros serviços fornecidos pela CRA ou serviços não relativos aos ratings fornecidos por entidades relacionadas com a CRA, nos últimos 12 meses à entidade classificada (Artigo 16 – XI e XII) ou potenciais conflitos de interesse envolvendo a CRA ou seus analistas envolvidos no processo de classificação de risco (Artigo 16 – XIII, § 2º). Além disso, em conexão com as referências à “*entidade avaliada*” nos parágrafos XI, XII e XIII acima, sugerimos que se esclareça, para as transações de operações estruturadas, se este termo compreende a transação classificada ou também o originador.

Outrossim, algumas referências no Artigo 16 – XIII § 2º sobre a divulgação de conflitos de interesse não estão claras quanto ao seu escopo e poderiam resultar reportes desnecessários nos casos em que não há conflito ou potencial para tanto. A este respeito, sugerimos que as referências aos “*interesses financeiros ou comerciais relevantes*” (subparágrafo II) e “*relacionamento pessoal*” (subparágrafo III) sejam qualificadas mediante a inclusão de um limite de materialidade e/ou por meio da menção de que estes se relacionam com

³ Regulação N°1060/2009, Anexo I Seção D(5)

os casos nos quais quaisquer desses interesses ou relacionamentos afetam a independência das CRAs ou do analista relevante ou de outro funcionário.

Finalmente, com referência ao requisito de utilizar identificadores específicos nas classificações de risco atribuídos aos produtos de operações estruturadas (Artigo 18), a S&P sugere a adição à regra final de uma redação que ofereça mais flexibilidade às CRAs para determinarem quais serão os tipos de produtos de operações estruturadas aos quais adicionarão tais identificadores. A S&P atualmente atribui identificadores específicos aos ratings atribuídos aos produtos de operações estruturadas de acordo com um padrão consistente aplicado globalmente pela Standard & Poor's.

Portanto, solicitamos que a CVM leve em conta as considerações acima mencionadas ao redigir a regulamentação final.

d) Regras de Conduta (Capítulo V)

• **Geral (Seção I, Artigos 19, I, II, e III; Artigo 20, II, III, IV e VIII)**

Com relação ao requisito de que as CRAs exerçam suas atividades com "*lealdade em relação aos seus usuários*" (Artigo 19 — 1), acreditamos que o uso das palavras "*boa fé*", "*diligência*" e "*lealdade*", em relação aos usuários das classificações de risco pode erroneamente aparentar que as CRAs têm uma obrigação específica relativa a um grupo de participantes do mercado. Este não é o caso. Os ratings da S&P são disponibilizados gratuitamente a todo o mercado e ao público em geral em nossa página na rede mundial de computadores. A este respeito, o Código de Conduta da S&P Ratings Services (3 de janeiro de 2012) ("Código da S&P") menciona que "*a missão da Standard & Poor's é fornecer ao mercado informações analíticas da mais alta qualidade, objetivas, independentes, e rigorosas. Seguindo esta missão, entre outros, a Standard & Poor's se engaja em Atividades de Ratings de Crédito e emite Ratings de Crédito*". Em particular, um requisito de ser "*leal*" aos usuários é vago e suscetível a múltiplas interpretações, e geralmente incompatível com o preceito fundamental dos ratings de crédito — de que estes sejam avaliações independentes e objetivas acerca da qualidade de crédito de um emissor ou emissão. A S&P entende e compartilha com a CVM o propósito de assegurar a transparência e imparcialidade do processo de rating de crédito, mas acredita que tal objetivo pode ser melhor atingido por todos os outros requisitos contidos na regra proposta relativos ao cumprimento das regras, procedimentos e controles, sujeitos aos comentários da S&P contidos nesta carta. Portanto, sugerimos que essas palavras e frases sejam removidas da regra final.

O requisito proposto no Artigo 19 – II, de que as CRAs informem à CVM "*a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 7 (sete) dias úteis da ocorrência ou da sua identificação*" é muito ampla e implica na necessidade de as CRAs serem autoridades legais e especialistas em todas as leis, regras e regulações administradas pela CVM que se aplicam aos emissores classificados, mesmo quando tais requisitos não sejam relevantes aos critérios das CRAs ou aos seus ratings. A redação atual do requisito proposto é impraticável, pois seria impossível para a CRA estar ciente de quando uma entidade avaliada por ela cometeu tal violação. A S&P sugere que a CVM reconsidere a introdução deste requisito na Instrução. Se a Comissão deseja manter o requisito, no mínimo, a proposta deve ser ajustada para apenas requisitar que as CRAs relatem violações materiais, infrações ou não cumprimento, quando a CRA tiver um embasamento razoável para definir que tal conduta atende os critérios de reporte, ou que a CRA receba informação de terceiros que esta considere crível, de modo que possa sugerir uma violação, infração ou não cumprimento por parte da entidade avaliada.

Com relação ao requisito proposto no Artigo 19 – III, de que a CRA informe à entidade que solicita a classificação de risco de que esta apresenta um conflito de interesse e também a fonte de tal conflito, pedimos que a CVM reconsidere a inclusão de tal requisito no final da regra, em vista das atuais regulações globais das CRAs. A Standard & Poor's acredita que o requisito de a CRA divulgar publicamente as situações de potencial conflito de interesse que possam afetar sua independência (como requisitado no Artigo 16) seja suficiente para se atingir o propósito de transparência do mercado, e que a obrigação de especificamente verificar se há qualquer conflito de interesses com relação a cada entidade avaliada e reportar tal informação a estas últimas antes de atribuir um rating de crédito não faz avançar tal objetivo e

prejudicará o processo de atribuição de rating de crédito. Um dos objetivos fundamentais da regulação das CRAs ao redor do mundo tem sido o de requerer que as CRAs publiquem informação sobre os conflitos de interesse reais e percebidos e como estes são gerenciados de modo que os usuários dos ratings de crédito possam fazer suas próprias avaliações acerca da CRA dentro do contexto de suas circunstâncias e necessidades individuais.

O Artigo 20 da Minuta lista os itens que, no mínimo, devem ser cobertos nos códigos de conduta das CRAs. A Standard & Poor's gostaria de comentar os itens nas subseções II, III, IV e VIII.

Artigo 20 – II) requer que os códigos incluam a referência ao compromisso das CRAs de buscar informações “*idôneas e fidedignas*” para serem utilizadas em seus processos de classificação de risco de crédito. O Código da S&P e políticas relacionadas dizem que a Standard & Poor's atribuirá um rating de crédito “*somente quando a Standard & Poor's chegar à conclusão de que (a) a qualidade da informação é satisfatória*” para tal propósito. Entretanto, como também afirmado em nossa *Política de Informação de Ratings de Crédito e Política de Dados* (29 de outubro de 2010) “*não pode fornecer uma garantia absoluta sobre a qualidade da informação em razão dos limites inerentes a tal...*” e “*os procedimentos utilizados pela Ratings Services para avaliar se a informação que utiliza em suas análises é de qualidade satisfatória não foram criados para prevenir ou detectar fraudes. A Ratings Services não conduz nenhuma auditoria sobre a informação que recebe e a utilização que faz de tal informação não é uma garantia de sua acuidade*”⁴. Portanto, o requisito deveria ser redigido consoante a informação que as CRAs consideram adequadas e confiáveis, ao invés de se utilizar uma linguagem que sugira um padrão absoluto. A este respeito, sugerimos que a CVM adote uma redação como, por exemplo, aquela do Artigo 8 da Regulação da União Europeia, que estabelece que “*Uma agência de rating deverá adotar, implementar e aplicar as medidas adequadas para garantir que os ratings de crédito que esta atribui baseiem-se em uma análise completa de todas as informações que lhe são disponíveis e que sejam relevantes para sua análise de acordo com suas metodologias de rating. Também deverá adotar todas as medidas necessárias para que a informação por ela utilizada ao atribuir seus ratings de crédito tenha a qualidade suficiente e seja obtida de fontes confiáveis*”

A referência no Artigo 20 – III à “*regularidade*” do processo de monitoramento das classificações de risco de crédito deveria prever também os casos em que, de acordo com os critérios e metodologias das CRAs, os ratings de crédito atribuídos não estejam sujeitos ao monitoramento – por exemplo, a S&P atribui “*point in time*” ratings, que são vigentes só na data de sua atribuição, os quais não são monitorados.

Em conexão com o requisito do Artigo 20 – VII de que as CRAs devam incluir em seus códigos de conduta, provisões sobre a “*política de negociação*” dos termos de seus acordos de serviços com as entidades avaliadas, sugerimos a substituição da referência à “*política de negociação*” pelo requisito de que os códigos de conduta das CRAs proíbam a participação dos analistas na negociação de tarifas. A este respeito, o Código da S&P menciona que a S&P Ratings Services “*estabelecerá e manterá medidas de proteção contra o envolvimento direto de seus Analistas e outros Funcionários diretamente ligados às Atividades de Rating de Crédito em Atividades Comerciais ou outras atividades que possam criar um conflito de interesse real ou percebido que possa comprometer a independência e objetividade das Atividades da Standard & Poor's Ratings Services*” (parágrafo 3.3).

Finalmente, em conexão com o requisito no artigo 20 – VIII, de se incluir nos códigos de conduta das CRAs uma referência às suas obrigações de cumprir “*com a Instrução e com as demais normas emitidas pela CVM*”, solicitamos à CVM que considere a adição, ao final da sentença, da expressão “*relacionada às suas atividades de rating de crédito*” de maneira que esta provisão seja consistente com o supervisionamento das CRAs por parte da Comissão. Com relação a isto, pedimos a gentileza de também notar que o Código da S&P e políticas relacionadas (“*Política de Escalada Regulatória e de Compliance*”, datada de 29 de outubro de 2010) contém provisões relativas ao cumprimento dos requisitos regulatórios aplicáveis à sua atividade. Além disso, o Código da S&P estabelece que este reflete os “*princípios subjacentes aos Requisitos Regulatórios nas jurisdições em que a Standard & Poor's conduz suas Atividades de Rating de Crédito*” (Introdução, página 3).

⁴ Standard & Poor's Ratings Services – *Informação de Rating de Crédito e Política de Dados* (Outubro de 2010).

- **Vedações (Seção II, Artigo 22; Artigo 23)**

A S&P entende e compartilha do interesse da CVM, refletido nos Artigos 22 e 23, que as CRAs forneçam seus serviços analíticos de maneira independente e imparcial. Entretanto, acreditamos que em algumas subseções a redação de tais artigos seja vaga e necessitaria de esclarecimento ou reconsideração por parte da CVM.

Com relação a isto, solicitamos que a CVM esclareça o significado do termo "*vantagem indevida*" presente no Artigo 22 – 1).

Também, em conexão com o requisito no Artigo 22 – II), acreditamos que esta regra seja desnecessária. Caso as CRAs falhem no cumprimento de sua obrigação de divulgação, mencionado em outras seções, inclusive no Artigo 16 – III da Minuta, isto constituiria *per se* uma violação da regulação aplicável. Consequentemente, sugerimos que a CVM remova a redação desta subseção.

Finalmente, com relação a vedação no Artigo 23 – III). Como também mencionado quando comentamos a provisão similar no Artigo 16, sugerimos que se qualifiquem as referências a "*relacionamento*" / "*terceiros relacionados*" de modo a esclarecer o escopo e evitar a imposição de uma proibição muito ampla na qual não haja nenhum conflito ou potencial para tal, por exemplo, no caso de linhas de crédito ou apólices de seguro que os funcionários das CRAs possam ter sob termos de negócio corriqueiros, com as entidades relacionadas.

e) **Regras, Procedimentos e Controles Internos (Capítulo VI)**

- **Geral (Seção I, Artigo 25 e 26 II)**

Em relação ao requisito no Artigo 25 – IV) "*identificar, administrar e eliminar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade...*" dos analistas e das classificações de risco das CRAs, a Standard & Poor's observa que a redação das provisões propostas relativas à "*eliminação*" do conflito é muito ampla: nem todos os conflitos de interesses podem ser eliminados completamente pelas CRAs, pois todos os modelos de negócio – incluindo aquele em que os "emissores pagam" e o que "o investidor paga" – não estão completamente isentos de possíveis conflitos de interesses. Portanto, sugerimos que a CVM reconsidere a redação da subseção de forma a prever que as CRAs tenham a obrigação a) de identificar e b) de eliminar, ou gerenciar e divulgar⁵, os possíveis conflitos de interesse que possam afetá-las e aos seus funcionários.

Em conexão com o requisito no Artigo 26 – II) de que as CRAs devem preparar relatórios semestrais de *compliance* (em janeiro e julho), acreditamos que o preparo de relatórios de *compliance* com tal frequência (ao invés de, por exemplo, um relatório de *compliance* anual) ultrapassa a necessidade de se assegurar o monitoramento por parte das CRAs de seu cumprimento das normas aplicáveis e de políticas e procedimentos existentes, podendo acarretar custos e despesas desnecessários para as CRAs que operam no Brasil

A S&P Ratings Services implementou uma função específica relativa ao *compliance*, cuja "*responsabilidade operacional diária*" é interpretar e fazer cumprir o Código de Conduta, suas políticas relacionadas e requisitos regulatórios aplicáveis (Código de Conduta da S&P, - Introdução, p. 3). A Standard & Poor's também implementou "*medidas que seus Funcionários devem cumprir ao tratarem de (a) Reclamações, (b) questões legais, regulatórias ou de divulgação que gerem a necessidade de reporte aos reguladores, e (c) reportes de boa fé de que um outro Funcionário tenha violado um Requisito Regulatório ou outra lei ou regulação, ou este Código, ou políticas da Standard & Poor's, ou tenha tido um comportamento não ético*" (id., parágrafo 6.1, p. 7). Finalmente, o Departamento de *compliance* da S&P conduz uma revisão

⁵ Como no item 2,6 do *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* da IOSCO (revisado em maio de 2008).

anual das diversas práticas da S&P Ratings Services e de suas unidades e relata seus achados, conclusões e recomendações à alta administração da S&P, para que se adote ação que se considere apropriada. Acreditamos que estas revisões, reportes e medidas reparatórias facilitam o efetivo monitoramento e cumprimento.

Portanto, solicitamos à CVM que remova o requisito referente ao relatório de *compliance* semestral e ofereça mais flexibilidade às CRAs para decidirem a frequência de preparação de tais relatórios. Qualquer estrutura mandatória para a emissão de relatórios à alta administração deveria, no máximo, ser anual. Isso estaria consistente com a abordagem adotada por outros reguladores (como, por exemplo, a *United States Securities and Exchange Commission* e a *Australian Securities and Investments Commission* requerem que as CRAS registradas forneçam a elas relatórios de *compliance* anuais).

• **Política de Remuneração (Seção II, Artigo 27)**

Em relação ao requisito no Parágrafo Único do Artigo 27, de que a compensação dos administradores gerais e dos oficiais de *compliance* das CRAs devem ser independentes do desempenho comercial das CRAs, o Código de Conduta da S&P afirma expressamente que esta estabelecerá e manterá "*linhas de reporte e acordos de compensação para os oficiais de compliance e Funcionários em Cargos de Controle e Cargos Analíticos que reforcem a independência de seus respectivos juízos*" (Código da S&P Ratings Services – página 5). Especificamente, em conexão com, entre outros, os oficiais de *compliance*, o Código de Conduta da Standard & Poor's afirma que esta "*não considerará seu desempenho financeiro ao avaliar o desempenho ou determinar a compensação*" (id.) de tais funcionários. Entretanto, acreditamos que o racional no qual se baseia tal requisito – ex.: o de assegurar o cumprimento da independência e imparcialidade dos oficiais de *compliance* – não está presente no caso do administrador geral da CRA, cuja função engloba, entre outras atividades, a de desenvolver as oportunidades de negócio e a franquia da CRA. Portanto, sugerimos que a CVM reconsidere a redação proposta de forma a excluir a compensação do administrador geral do requisito acima mencionado.

Com relação à obrigação das CRAs de divulgarem suas políticas de remuneração de seus analistas e outros funcionários, inclusive de seus oficiais de *compliance* (Anexo 13, item 10) a S&P requer que, dada a sua sensibilidade, a CVM permita que as CRAs forneçam confidencialmente tais informações à CVM, e não ao público

• **Segregação de Atividades (Seccão III Artigo 28)**

A Standard & Poor's se preocupa com o escopo da segregação e separação do requisito no Artigo 28 da Minuta. Entendemos e compartilhamos do objetivo da CVM de assegurar a independência e imparcialidade das CRAs, e a Standard & Poor's tem implementado uma série de políticas, procedimentos e medidas para garantir que o julgamento independente e imparcial de nossos analistas seja preservado. Entretanto, acreditamos que, como redigido, a regra proposta estabelece uma proibição absoluta de haver qualquer interação entre as diversas áreas da CRA ou com entidades relacionadas, mesmo se não houver nenhum conflito de interesse potencial entre estas. Tal requisito seria custoso e difícil de implementar. Portanto, solicitamos que a CVM reconsidere a redação do caput do Artigo 28 de modo que passe a mencionar que as CRAs devem garantir a "*adequada*" – ao invés de "*completa*" segregação entre suas atividades de rating e outras atividades exercidas pela CRA ou entidades relacionadas que possa apresentar um conflito de interesses que afete a independência da CRA.

• **Metodologias (Seção IV, Artigo 30 – I e II)**

A Standard & Poor's preocupa-se com o escopo do requisito constante no Artigo 30 – II relativa à *reavaliação* de todas classificações de risco afetadas pela modificação das metodologias e critérios das CRAs.

A este respeito, uma provisão similar relativa a esta questão presente na Regulação da União Europeia *Regulation EC N°1060/2009* faz distinção entre a *revisão* de tais classificações de risco pela CRA e

a reavaliação deles "...se, após a revisão, o efeito geral combinado das mudanças afete esses ratings de crédito" (Artigo 6, parágrafo 6), sub-parágrafo b) e c).

Solicitamos à CVM que esclareça o aspecto acima mencionado no texto final de sua regra, de forma a assegurar que as CRAs tenham a discricção de reavaliarem apenas aqueles ratings de emissões ou emissores que, como consequência de suas revisões, estes considerem terem sido afetados pelas modificações na metodologia e critérios utilizados na atribuição de suas classificações de risco iniciais.

Além disso, com relação ao acima mencionado, subseção l) requer que a CRA divulgue publicamente o "impacto potencial" que a revisão possa ter sobre os ratings atribuídos. Entretanto, tal impacto pode apenas ser avaliado como um resultado da análise e revisão a ser conduzida após as mudanças nas metodologias. A este respeito, ex.: a Regulação da União Europeia *Regulation EC 1060/2009*, que contém uma provisão similar, menciona que nesses casos as CRAs devem "divulgar o provável escopo dos ratings de crédito que serão afetados" pela revisão. Solicitamos à CVM que considere ajustar a redação da provisão proposta em linha com a redação da Regulação da União Europeia

• **Informações sobre Desempenho das Classificações de Risco (Seção V, Artigo 31; Anexo 13, itens 14 e15)**

Com relação ao requisito de as CRAs prepararem estudos de desempenho das classificações de risco, incluindo-se as matrizes de transição e *default* (inadimplência), para suas diferentes categorias de classificação de risco, a Standard & Poor's vem há muitos anos preparando estudos de desempenho dos ratings para suas diversas práticas (incluindo-se a corporativa, governos soberanos, governos locais internacionais e regionais e operações estruturadas) e os tem publicado em seus Web sites públicos na rede mundial de computadores em www.standardandpoors.com.

Entretanto, por favor, note que como as classificações de risco da S&P não constituem indicadores absolutos da probabilidade de *default*, a informação contida em tais estudos e matrizes não menciona a probabilidade de *default* de qualquer emissor ou emissão, mas apenas o desempenho histórico dos ratings que lhe são atribuídos. A S&P sugere que a CVM reconsidere a redação do Artigo 31 — 1, 31 – 2 e no Anexo 13, itens 14 e 15, removendo, respectivamente, as referências "probabilidade" e "probabilidade de *default*", pois tais estudos de desempenho de ratings apenas abordam o transições históricas de rating e as frequências históricas de *default*, mas, como mencionado, não são indicadores absolutos da probabilidade de *default*, e, portanto, não podem ser tomados como conclusões preditivas de um comportamento de *default* futuro. Com relação a isto, sugerimos que a CVM leve em consideração a maneira como este requisito foi redigido em regulações de outras jurisdições – por exemplo, a Regulação da União Europeia No 1060/2009 requer que as CRAs divulguem periodicamente "...dados sobre as taxas históricas de *default* de suas categorias de rating, distinguindo as principais áreas geográficas dos emissores e se as taxas de *default* dessas categorias tem mudado ao longo do tempo".

Além disso, com relação às categorias das classificações de risco cobertas nos relatórios de desempenho (Anexo 13, itens 14 e 15, letra a. até f.), solicitamos que a CVM permita que as CRAs organizem a compilação de relatórios para diferentes grupos de categorias de ratings, de acordo com suas próprias práticas (como por exemplo, o relatório da S&P Ratings Services *2010 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transition* compreende, entre outros, a análise dos setores de instituições financeiras, seguro, imobiliário, telecomunicações, transportes, e energia e recursos naturais). A S&P acredita que enquanto seus estudos identificarem os setores com os quais eles se relacionam, o objetivo da CVM de aumentar a transparência dos ratings de crédito será atingido, ao mesmo tempo em que evita custos e trabalhos desnecessários derivados do requisito de as CRAs, particularmente aquelas com operações globais, de construir tais relatórios de acordo com uma setorização pré-definida pela regulação.

Finalmente, com relação ao escopo do estudo de desempenho dos ratings, solicitamos que a CVM considere que tal vez ainda não haja dados históricos suficientes para se preparar estudos compreensivos de um mercado como o brasileiro, especialmente, com relação às numerosas divisões setoriais requeridas na



Minuta. A este respeito, a S&P sugere que a regulação possibilite às CRAs utilizarem, para o propósito do Anexo 13, seus estudos de desempenho de ratings preparados em âmbito global.

f) Requisito do Formulário de Registro (“Formulário de referência”) (Anexo 13, Itens 4, 6 e 11)

Além de nossos comentários acima acerca de outros requisitos de divulgação presentes no Formulário de Registro, a S&P tem comentários sobre algumas divulgações exigidas nos itens 4, 6 e 11 do Anexo 13.

Em conexão com a divulgação das receitas das CRAs por segmento (item 4,2 b) ou por clientes (itens 4,3 e 4,4, Escopo de Atividades), dada a sensibilidade de tais informações, solicitamos que a regulação permita que as CRAs enviem tais informações à CVM de forma confidencial. A S&P entende que o objetivo da CVM é o de assegurar que as CRAs adota em medidas para identificar e gerenciar quaisquer possíveis conflitos de interesse que possam afetar sua independência analítica, incluindo conflitos derivados do montante de receitas gerado pelas entidades avaliadas. A este respeito, o Código da S&P (parágrafo 3,5) menciona que a *“Standard & Poor’s executará uma Ação de Rating de Crédito independentemente do potencial efeito (econômico, político, ou outro) de tal ação sobre a Standard & Poor’s, uma afiliada, um emissor, um investidor ou qualquer outro participante do mercado”*.

Adicionalmente, com relação ao requisito de divulgar informações financeiras das CRAs (item 1, Informação Financeira Seleccionada), a S&P solicita que, dada a sensibilidade de tal informação, a regulação estabeleça que as CRAs possam fornecer essas informações de forma confidencial somente à CVM.

Finalmente, o Item 11,1 (Conflitos de Interesses) requer que as CRAs divulguem seus procedimentos de monitoração de analistas de ratings de crédito que anteriormente tomavam parte em um dado processo de rating de crédito, e suas medidas de revisão de ratings de crédito. Compartilhamos o conceito de revisão do trabalho de funcionários que deixaram a CRA para trabalhar em uma entidade avaliada, e, de fato, a S&P Ratings Services instituiu em 1 de julho de 2008 uma política de “Look-Back Review” (Avaliação Retrospectiva) antes mesmo de o tema ter se transformado em um requisito regulatório em qualquer jurisdição. Normalmente, a S&P conduz avaliações progressas do trabalho prévio de ex-funcionários que tenham tido envolvimento no rating de crédito ou tenham tido um interação significativa com a entidade avaliada na qual tal ex-funcionário está ingressando, no último ano de trabalho na CRA. A este respeito, consideramos que avaliar o trabalho progresso de funcionários cujo trabalho apresente uma lacuna de tempo significativa entre seu envolvimento com aquela entidade avaliada e sua partida da CRA, impõe uma carga excessiva de trabalho e não soluciona a percepção de conflito que essa provisão tenta abordar. A S&P entende que a provisão no Item 11.1 reconhece o exercício de julgamento das CRAs na determinação do escopo e do tempo que suas avaliações do trabalho progresso dos analistas.

A S&P Ratings Services agradece a oportunidade de comentar a regulação sobre as atividades das agências de classificação de risco e espera que os comentários acima possam ser de valia.

Por favor não hesite em me contatar pelo telefone (55 11) 3039 9737 ou pelo e-mail regina_nunes@sandp.com ou ao Patricio Cabrera, *Senior Regulatory Counsel*, América Latina, (54 11) 4891 2108 ou patricio_cabrera@sandp.com, caso necessitem de quaisquer outras informações ou desejem discutir os comentários da S&P Ratings Services.

Cordialmente,



Regina Nunes
Presidente
Standard & Poor’s Ratings Services
(Escritório de São Paulo)