



Avenida das Américas, 700, bl. 3 salas 325/326, Barra da Tijuca, CEP 22631-000

Rio de Janeiro – RJ, Brasil

Rua James Joule, 92, Conj. 101, Brooklin Novo, CEP 04576-080

São Paulo – SP, Brasil

CNPJ 68.814.433/0001-14

Responsável: Paulo Rabello de Castro e Robson Makoto Sato

Contato: robson@srrating.com.br / (11) 3053-0000

**Resposta à Consulta Pública promovida pela Comissão
de Valores Mobiliários – CVM acerca da atividade de
classificação de risco de crédito no Brasil**

Janeiro 2012



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

1. Introdução

A SR Rating se sente honrada e agradece pela oportunidade de participar do processo de Audiência Pública SDM n° 16/11, que comenta a Minuta de Instrução sobre a atividade de classificação de risco de crédito no Brasil.

A regulamentação da atividade de classificação de riscos é tema da maior importância para a SR Rating, quer por influenciar diretamente sua atuação, quer pela preocupação constante de seus sócios e diretores com o objetivo de acelerar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A SR Rating foi a primeira agência de classificação de risco de crédito a operar em jurisdição brasileira, com sócios locais, em 1993, quando o Brasil nem havia conseguido estabilizar sua moeda. Os sócios da SR sempre confiaram no futuro do nosso mercado de crédito e de capitais, tendo sua primeira classificação de risco sido reconhecida como um sucesso. Era, já naquela época, uma sofisticada operação estruturada (emissão estruturada da SPE *Mesbla Trust*), classificada com "grau de investimento" pelo Comitê de Classificação da SR, tendo sido paga pontualmente, para satisfação dos investidores e do mercado, apesar de a originadora dos recebíveis (*Cia. Mesbla*), então cedidos, haver enfrentado graves problemas financeiros, culminando com a falência desta. Esta operação virou um *case*.

Esta breve reminiscência de nossa origem desbravadora e desafiadora é útil para situar a autoridade CVM e o eventual leitor dessas Notas sobre a independência e proficiência, grau de experiência e nível de abrangência de conhecimentos deste time de brasileiros reunidos na SR, que pouco ou nada têm a dever aos concorrentes internacionais que aqui vieram, posteriormente, fincar bandeira em nosso mercado. Do mesmo modo que inovou nos anos 1990, a SR também continuou abrindo caminhos analíticos de bastante sofisticação técnica e política nos anos 2000. Destaca-se, neste particular, a classificação de risco (não solicitada, obviamente) dos



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

títulos do tesouro norte-americano, noticiada na edição de 31 de maio de 2009 da prestigiosa revista "The Economist", em que se registra nosso relatório de classificação do risco soberano dos EUA e a atribuição da nota global AA^{SR}, com dois anos de antecipação sobre posterior classificação, com a mesma nota, pela agência chinesa Dagong e, em seguida, pela agência S&P este ano.

Com isso, queremos expressar de plano que a segurança dos participantes do mercado de capitais e do governo sobre a qualidade e tempestividade dos relatórios de crédito emitidos por agências de risco em território brasileiro, e para além dos justificados esforços da autoridade CVM em regular a atividade, repousará sempre, em última instância, na própria reputação que cada opinador vai construindo penosamente ao longo de muitos anos, e que pode se perder num único dia, por uma falha grave. É com esta consciência clara sobre o permanente compromisso moral que temos com os investidores que a SR Rating, como de resto qualquer agência séria busca erigir e manter sua distinção no mercado. Como valorizar e incentivar a boa reputação de um classificador de riscos é o mais importante aspecto "não legislável" nesta delicada matéria da regulamentação de agências de risco.

O estímulo à efetiva concorrência entre agências, mediante a necessária harmonização de seus métodos e escalas, bem como à possível recomendação de confronto de mais de uma opinião sobre o risco de uma emissão ou emissor, continua sendo o caminho mais lógico e fácil de se promover a qualidade dos serviços de avaliação de crédito no Brasil.

O Presente documento é apresentado em duas partes: primeiro, são feitas observações de cunho geral sobre o texto e sobre os objetivos da regulação da atividade no Brasil. Passo seguinte, elencamos algumas sugestões de alteração da proposta, com seus respectivos comentários.



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

2. Observações Gerais

A regulamentação da atuação das agências de classificação de riscos de crédito tem sido tema amplamente discutido, sobretudo após a crise financeira mundial, iniciada em 2008 quando, na busca para apontar algum responsável final pelos enormes prejuízos causados aos investidores, a comunidade mundial vem flagrando vários possíveis agentes passíveis de culpa, felizmente nenhum em território brasileiro, mas dentre eles, e com grande destaque, as agências de classificação de risco com atuação nos mercados americano e europeu.

É verdadeira a constatação que algumas notas atribuídas a determinados títulos e emissores, corporativos, estruturados e, sobretudo, bancários e soberanos, estavam no mínimo equivocadas. Todavia, a generalização da responsabilidade pelos prejuízos causados por tais notas exclusivamente à cegueira das agências é injusta e simplista. Não obstante, no afã de não mais deixar espaço para a ineficiência na prática de opinar e, pior, eventual má fé na atividade de alertar sobre riscos de crédito, as autoridades dos EUA e da Europa passaram a legislar intensamente sobre a matéria, buscando fechar brechas de passagem para a prática de *ratings* desidiosos ou intempestivos. Será que a legislação externa que ora se busca adaptar no Brasil é aquela que ajudará aqueles países e o Brasil a proteger melhor o mercado e os investidores dos maus opinadores? Ou estaríamos apenas agindo, neste momento, de modo mais defensivo, ao prever a observância de certos aspectos formais da atividade de classificação, mesmo em detrimento do alargamento da saudável competição por eficiência comprovável no dia-a-dia dos mercados?

As regulamentações já emitidas pela americana *Securities and Exchange Commission* – SEC e também pela regulamentação europeia, por meio do



Sugestões à Audiência Pública SDM Nº 16/11 - CVM

Regulamento (CE) 1060 e, mormente, pela IOSCO, com seu bem recomendado Código de Conduta - têm sido importantes fontes de pesquisa e exercido grande influência na regulamentação ora proposta pela CVM para o mercado brasileiro. Enxergamos tal convergência de legislações como algo saudável. Mas é fundamental frisar que esta convergência de regras de conduta e aferição de acertos opinativos só faz sentido se for uma harmonização integral, não seletiva ou fracionária. Em particular, faz pouco sentido exigir, por exemplo, a exibição ao mercado, através de planilhas de evolução de notas de *rating*, e mediante cálculos de probabilidade de acerto nas previsões efetuadas por agências no Brasil, se as escalas de notas locais, não homogêneas, aqui adotadas não medirem a efetiva probabilidade de *default* e, sim, apenas um risco "relativo" de calote, que envolve distinta definição de riscos. A autoridade local, neste caso, poderá ficar sem razão e legitimidade para mandar conferir, *ex post*, o que é, ou não é, um *rating* tempestivo e eficiente, e deste modo manter ou suspender o credenciamento desse ou daquele opinador. É necessário mandar conferir, *ex ante*, se os métodos, definições e escalas locais de notas, aqui empregados, são minimamente compatíveis com a realidade americana ou européia para, em seguida, exigir a transparência desse material informativo ao mercado brasileiro.

Nosso entendimento é que toda iniciativa de regulamentação deve, primeiramente, buscar entender a realidade local para poder bem regular a matéria. É isso que a CVM tem procurado fazer, ouvindo os participantes do mercado em várias ocasiões. Faltou, porém, por enquanto, uma interação dialogada entre os vários participantes e a autoridade, que poderia ocorrer por acasão de um seminário ou mesa de debate em que usuários também expusessem suas certezas e dúvidas. Um exemplo: o que ainda leva diversos investidores institucionais, especialmente fundos, a discriminar certos classificadores em seus regulamentos, optando por utilizar serviços exclusivamente dos de bandeira estrangeira? Tais questões, ainda não



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

completamente digeridas ou assimiladas na cultura do *rating* de crédito no Brasil, nos convida a despender mais tempo e energia para verificar os efeitos mediatos e imediatos que os novos regulamentos ou legislações poderão ocasionar tanto para os regulados quanto para a sociedade em geral. É fundamental que a transparência das notas e relatórios seja ampliada, e não involuntariamente diminuída, em função da nova legislação. Contudo, não é trivial que o desejável efeito positivo ocorra.

Nestes termos, constitui firme posição da SR Rating que a regulação das atividades das agências de classificação de risco de crédito no Brasil deve pautar-se em aumentar a transparência das metodologias utilizadas pelas agências e na clara exibição ao mercado do que se calcula em cada escala de notas atribuídas. O público contratante, ou seja, os agentes estruturadores de operações e os próprios emissores, é que seria o principal foco da atenção e dos requerimentos da nova legislação, sobretudo ao informarem por meio de prospectos de riscos aos potenciais aplicadores em seus papéis. Esta seria a maneira de melhor defender o mercado, estimulando os investidores a não deixarem de fazer SEU PRÓPRIO JULGAMENTO FINAL E INDELEGÁVEL SOBRE A OPORTUNIDADE DE UM INVESTIMENTO, recomendação que, afinal, não é, EM QUALQUER HIPÓTESE, da competência de agências de *rating*. Estas opinam estritamente sobre apenas UMA das duas pernas da decisão de investir, que é o risco de crédito. Uma agência de risco jamais se pronuncia sobre a rentabilidade esperada de um investimento, se esta compensa ou não o risco incorrido. Portanto, a tarefa final de cotejar o risco aparente contra o retorno esperado é tarefa indiscutível e indelegável de investidores, mesmo quando de pequeno porte, muito mais, se forem qualificados. Portanto, não há que se falar sobre a situação de investidores que seriam "induzidos" a confiar apenas na opinião de classificadores, abdicando do direito-dever e auto-interesse, afinal, de pensar e decidir se a expectativa de um retorno compensa o suposto risco de um investimento. Nem deveria a legislação pretendida sobre a atividade de classificar riscos passar inadvertidamente ao mercado brasileiro a falsa



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

premissa de que “agora sim, temos a autoridade do mercado vigiando a qualidade e seriedade dos opinadores de riscos...”. Continua sendo fundamental não inverter a ótica da proteção. Não é o melhor classificador que confere proteção extra ao mercado e aos investimentos. É o próprio investidor que, atento aos seus riscos, busca uma opinião AUXILIAR à sua própria, antes de decidir soberanamente sobre que rumo tomar. O máximo que a legislação sobre *ratings* pode e deve prever é que, de fato, se entenda QUE MEDIDA DE RISCO está utilizando o emissor quando se exhibe ao mercado como um “bom risco”. Se, entretanto, a legislação pretendida vier a engessar a atividade com meras exigências formais, o contrário do efeito pretendido – mais transparência e concorrência – poderá ocorrer como decorrência dessa maior rigidez.

Entendemos, por exemplo que a tarefa de combater os *rating shoppings* está com os próprios investidores, que deveriam buscar mais de uma opinião no mercado. No entanto, a polêmica determinação de se publicar toda e qualquer opinião emitida, mesmo que inicialmente privada e preliminar, não só viola a privacidade dos potenciais emissores a respeito da proteção de informação interna sobre seus negócios, como inviabiliza o âmago da vantagem diferencial de um classificador quando este hoje pisa numa empresa, que é a segurança sobre a inviolabilidade e defesa de publicidade do que é revelado ao classificador de riscos. Seria o equivalente a alterar o padrão dessa conversa franca e aberta, como feita a um advogado, para se tornar uma confissão diante de uma promotoria de justiça. Esta nova abordagem, se adotada, certamente deteriorará o conteúdo informacional dos relatórios de *rating* e terá, como efeito inevitável, outro tipo de *rating shopping*, aquele em que o classificador seja benigno e faça o mínimo de perguntas para meramente atender à formalidade da legislação.



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

O *rating shopping* pode e deve ser combatido. No entanto, é preferível fazê-lo através de outros mecanismos, entre eles, mas não se limitando, a eventual obrigatoriedade de mais de uma opinião de classificação, revezamento obrigatório de agências de classificação para alguns produtos estruturados, e publicidade de divulgação das análises contratadas pelas empresas emissoras, e não pelas empresas de classificação.

Neste contexto, compreende-se que este processo, acertadamente conduzido pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários - deve ocorrer de forma a aproximar o regulador das agências, assegurando assim o pleno conhecimento da atividade de classificação de risco no mercado local, e assim, assegurar a necessária e adequada transparência, e, simultaneamente mitigar os riscos de medidas que possam dificultar a convergência dos interesses comuns das partes envolvidas, ou que criem maiores dificuldades, injustificadas ou demasiadamente pesadas, para as agências de risco atuantes no País, sobretudo as de bandeira nacional, que não deveriam ser sobrecarregadas em função de receios e dúvidas provindas de outras agências no exterior, sem nenhuma repercussão relevante, até hoje, no Brasil.

Diante do exposto acima, acreditamos ter sido elucidado, em aspectos gerais, a posição a SR Rating no que se refere à regulamentação das atividades de classificação de risco no Brasil, que será melhor esclarecida através dos comentários sobre alguns pontos da Minuta apresentada.



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

3. Propostas

Embora entendendo que a regulamentação proposta é carecedora de um debate mais amplo, bem como de maior envolvimento das agências de classificação de risco de crédito com atuação no Brasil, sobretudo das nacionais, sugerimos abaixo algumas alterações na Minuta de Instrução apresentada para Audiência Pública SDM n° 16/11.

Vale frisar que as propostas ora apresentadas não suprimem as considerações gerais antes expostas.

Sugestão 1

Capítulo IV – Prestação de Informações Seção I – Regras Gerais

Art. 10 As informações divulgadas pela Agência de Classificação de risco de crédito devem ser:

I – verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o usuário a erro; e

II – escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.

Sugerimos **a supressão total** deste artigo por ser sua redação excessivamente ampla, passível de interpretações diversas, além de não trazer benefício palpável na busca por uma maior transparência, integridade e qualidade do processo de classificação.

1. A redação do indigitado artigo pode se tornar prejudicial tanto para o regulador (CVM) quanto para o usuário, pois deixa lacunas diversas em sua



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

interpretação, bem como amplia sobremaneira o poder discricionário de um agente público.

Sugestão 2

Capítulo IV – Prestação de Informações Seção I – Regras Gerais

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

(...)

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

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

Sugerimos a **supressão total** do Inciso IV e do parágrafo único deste artigo pelos motivos abaixo:

1. As agências de classificação de risco de crédito, em parte de seus trabalhos, podem receber dados confidenciais e ouvem dos analisando suas estratégias de negócios, tendo para tal celebrado contratos de confidencialidade, e adotado medidas internas de conduta de seus funcionários, administradores e sócios de forma a proteger tais informações. A obrigatoriedade de divulgação de relatório e/ou consulta prévia, mormente sem a prévia e formal autorização do contratante da classificação,



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

ocasionará maiores transtornos para a agência uma vez que tais contratos incluem, mas não se limitam, a penalidades pecuniárias para sua infração.

2. A classificação de risco de crédito não se limita a utilizar informações de empresas de capital aberto registradas na CVM, cuja obrigatoriedade de divulgação dos dados é decorrente de legislação específica. No Brasil, mesmo se tratando de emissões de crédito negociadas ou distribuídas publicamente no mercado de valores mobiliários, as agências de classificação por vezes utilizam informações de empresas de capital fechado ou de responsabilidade limitada e familiares, cuja divulgação de alguns dados poderiam prejudicar o próprio negócio, uma vez que algumas encontram-se em fase de expansão do negócio como vem ocorrendo fortemente nos setores imobiliário e agrópecuário. Neste sentido, destacamos poder estar incorrendo em transferência de responsabilidades e ultrapassando a legislação vigente que não obriga essas empresas a divulgar seus dados amplamente para o mercado.
3. A divulgação indiscriminada de relatórios preliminares, além de não possuírem valor informacional, poderá induzir investidores a erro crasso, dado que as garantias e outras características do negócio podem ter sido alteradas ao longo do caminho. Além disso, as metodologias empregadas pelas agências de classificação de risco no Brasil são muito distintas, apesar de empregarem símbolos A, B e C. COMO SE FOSSEM COMPARÁVEIS, fator que agrava as chances de interpretações equivocadas dos investidores.
4. Para que tal exigência pudesse ser efetivamente posta em prática, sem prejuízos para as partes envolvidas, sobretudo para as empresas classificadas e os investidores, é fundamental maior transparência e



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

proximidade das metodologias empregadas no processo de classificação, tendo como ponto de partida a eliminação da prática de metodologia *sui-generis* no Brasil, em que não há uma probabilidade de *default* associada.

5. Por fim, destacamos ainda, que tal medida interfere no equilíbrio econômico-financeiro de algumas agências, que possuem receitas vinculadas à venda de seus relatórios.

Sugestão 3.

Capítulo IV – Prestação de Informações Seção II – Regras Gerais

Art. 13. A agência de classificação de risco de crédito deve enviar à CVM, até 31 de março de cada ano, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, formulário de referência, cujo conteúdo deve refletir o Anexo 13.

Parágrafo único. A agência de classificação de risco de crédito deve atualizar os campos correspondentes do formulário de referência em até 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos:

I – alterações nas metodologias utilizadas no processo de classificação de risco; ou

II – substituição do administrador responsável pela agência junto à CVM ou do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução.

Sugerimos a **supressão total** do caput e dos Incisos deste artigo pelos motivos abaixo:

1. As empresas de classificação de risco no Brasil, em sua grande maioria, senão em sua totalidade, são empresas de capital fechado e de responsabilidade limitada, o que implica em dizer que não estão obrigadas,



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

por força de lei, a dar publicidade a suas demonstrações financeiras, bem como sobre remuneração de seus administradores e sua estrutura organizacional.

As informações de empresas limitadas devem estar disponíveis para fiscalização, não só para o órgão regulador, mas também para o fisco federal, municipal ou estadual, caso isso se aplique. Porém, estes dados serão analisados e resguardados pelo agente público.

2. A divulgação de dados financeiros e remunerações das agências de classificação de risco, poderá ainda gerar outro efeito negativo indireto, ou seja, prejuízo à atuação de empresas nacionais, pois é claro e evidente o poder financeiro das principais agências externas, que atuam sob forma de grupo econômico, tendo o benefício de se apresentar como poderosas organizações.
3. Quanto à divulgação de metodologias e código de conduta, é óbvio que devem ser disponibilizadas, podendo, entretanto, a agência limitar o acesso a alguns pontos, de forma a proteger seu negócio e a proteger seu *know-how*.
4. Entendemos, por fim, que para correta divulgação do chamado Formulário de Referência, seriam necessárias significativas modificações em sua estrutura, envolvendo uma nova consulta e debate com os demais participantes.



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

Sugestão 4.

Capítulo IV – Prestação de Informações Seção III – 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:

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.

Sugerimos a **supressão total** do Inciso III deste artigo pelos mesmos motivos já relatados na sugestão de nº 2 acima.

1. Reforçamos que a divulgação de relatórios de risco de crédito, inclusive as opiniões preliminares emitidas decorrentes de pedido de análise ou consulta preliminar, interferem na receita de venda de relatórios para terceiros, bem como no aspecto confidencialidade de informações disponibilizadas, podendo ocasionar maiores prejuízos para as agências e para os envolvidos no processo. Adicionalmente, destacamos, mais uma vez, que algumas empresas classificadas quanto ao risco de crédito não estão obrigadas a divulgar algumas informações, tal como se exige das empresas de capital aberto registradas na CVM.



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

Sugestão 5.

Capítulo IV – Prestação de Informações Seção IV – Relatório de Classificação de Risco

Art. 15. Os relatórios de classificação de risco de crédito devem ser elaborados em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência.

Sugerimos a **supressão total** deste artigo pelos mesmos motivos já indicados na sugestão de nº 1 acima. Neste caso específico, entendemos que a observância da metodologia é algo obrigatório pela natureza do negócio. Os procedimentos adotados em uma classificação de riscos podem ser distintos, porém, dentro dos limites legais e de acordo com o código de conduta da agência, sendo, portanto, procedimentos internos, que em nada alterariam a qualidade do trabalho desenvolvido. Portanto, a supressão deste artigo se dá por total desnecessidade.

Sugestão 6.

Capítulo IV – Prestação de Informações Seção IV – Relatório de Classificação de Risco

Art. 16. O relatório de classificação de risco deve evidenciar:

- 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;**
- II – as fontes de informação relevantes utilizadas na elaboração da classificação de risco;**
- III – os fatos e circunstâncias que fundamentaram a decisão;**



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

IV – a metodologia utilizada para a determinação da classificação de risco;

V – a data na qual a classificação de risco foi emitida pela primeira vez e a última vez em que foi atualizada;

VI – a periodicidade de atualização;

VII – os atributos e eventuais limitações da classificação emitida, no que diz respeito à extensão, qualidade e veracidade dos documentos e dados históricos existentes;

VIII – as projeções e estimativas acompanhadas das premissas relevantes e metodologias adotadas;

IX – se a agência está avaliando o ativo financeiro pela primeira vez;

X – 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;

Sugerimos a **supressão dos Incisos I, IV, VIII e X** do artigo 16, por entendermos que tais informações não acrescentam nada à aparente qualidade do trabalho, bem como à sua transparência.

1. As informações exigidas no Inciso I não acrescentam dados importantes ao processo de análise para classificação do risco de crédito e, ademais, algumas agências, como a SR Rating, possuem Comitê de classificação, sendo este o único responsável pela atribuição da nota final, cabendo ao analista apenas a elaboração do relatório e sua explicação, podendo o mesmo ser substituído ao longo do processo. A qualificação dos analistas e dos membros do Comitê pode ser obtida através da análise de seus currículos profissionais, sendo fundamental que os mesmos possuam vasta experiência no mercado e em suas áreas de atuação, mormente quando o Comitê for composto por membros de diferentes áreas.



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

2. Quanto à inclusão da metodologia, isto se torna redundante uma vez que as metodologias utilizadas pela agência de classificação já deverão constar do sítio eletrônico da mesma, bem como deverá ser disponibilizada para divulgação no sítio eletrônico da CVM. A SR Rating, divulga suas metodologias no seu endereço eletrônico, acessível a qualquer interessado, dispensando sua inclusão no relatório de classificação de risco de crédito.

Quanto ao Inciso X, entendemos que as exigências nele contidas não interferem na notação atribuída, e caso seja mantida a redação, poderá gerar dúvidas quanto à independência da agência de classificação de risco de crédito, uma vez que a entidade avaliada, ou parte a ela relacionada, nunca deve interferir no processo de atribuição de notas. Caso fosse isso possível, estaria comprometido o trabalho desenvolvido pela agência no que se refere à independência, transparência e ausência de conflitos de interesse. Todos os argumentos se aplicam ainda quando se busca combater os *ratings shoppings*.

Sugestão 7.

Capítulo IV – Prestação de Informações Seção IV – Relatório de Classificação de Risco

Art. 17. O relatório de classificação de risco de produtos financeiros estruturados deve também evidenciar:

I – as informações sobre a análise efetuada, ou na qual se baseia, em relação à inadimplência e fluxos de caixa, **bem como a indicação de possíveis modificações na classificação de risco; e**

Sugerimos a **supressão da segunda parte do Inciso I** do Artigo 17, qual seja **“bem como a indicação de possíveis modificações na classificação de risco”**, pois entendemos que tais informações podem *se tornar prejudiciais* para a



Sugestões à Audiência Pública SDM Nº 16/11 - CVM

entidade avaliada, bem como para a segurança do processo de classificação de risco de crédito. Adicionalmente, acreditamos que para a classificação de produtos estruturados, como aqueles mencionados no §1º do indigitado artigo, outros pontos são mais importantes para fim de garantia do processo de qualidade, transparente e seguro de avaliação de risco de crédito, tais como análise de gestão, análise da carteira, taxas de rentabilidade alcançadas, impontualidade e cumprimento às regras regulamentares.

Sugestão 8.

CAPÍTULO V – REGRAS DE CONDUTA

Seção I – Regras Gerais

**Art. 19. A agência de classificação de risco de crédito deve:
(...)**

IV – rever as classificações de risco na hipótese em que um ex-analista de classificação de risco de crédito tenha ido trabalhar, em até 2 (dois) anos da emissão na qual tenha atuado, para a entidade avaliada ou parte a ela relacionada; e (...)

Sugerimos a **supressão do Inciso IV** do artigo 19, pelos motivos abaixo:

1. Entendemos que tal exigência impõe custos e cria ônus para a empresa de classificação de risco de crédito, haja vista que a mesma deverá acompanhar a vida profissional de funcionário já desligado por um período de dois anos, não sendo razoável tal procedimento em uma economia cada vez mais pujante como a brasileira, onde o mercado de trabalho prima pela contratação de profissionais cada vez mais qualificados, tornando o mercado de trabalho cada vez mais concorrido e célere.



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

2. Adicionalmente, destacamos que tal medida não tem qualquer vinculação com a qualidade e segurança da classificação de risco de crédito, e ainda, quando a nota é atribuída por Comitê de Classificação, como ocorre na SR Rating, tal exigência quanto ao rumo profissional do analista é desprezível.

3. Ainda neste sentido, tal fato, quando for o caso, poderia gerar possível, mas pouco provável conflito de interesse, e deveria, portanto, ser apenas comunicado, como já consta de outros dispositivos da minuta de Instrução, mas somente e tão somente quando identificado ou identificável pela agência, não podendo ser passível de penalidades futuras pela CVM.

Sugestão 9.

CAPÍTULO V – REGRAS DE CONDUTA

Seção II – Vedações

Art. 22. É vedado à agência de classificação de risco de crédito:

(...)

IV – condicionar a remuneração e avaliação de desempenho dos analistas de classificação de risco de crédito e das demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco à receita oriunda de entidade avaliada ou de parte a ela relacionada;

Sugerimos a **revisão da redação** dada ao Inciso IV, do artigo 22, pois a mesma não está clara. Não se cogita que a remuneração de qualquer parte envolvida no processo de classificação seja condicionada à receita de entidade avaliada ou parte a ela relacionada. A classificação de risco de crédito é prestação de serviços que,



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

embora não possua tabela de preços, está atrelada aos preços praticados no mercado, e não são passíveis de variação em função da receita oriunda da entidade classificada.

Sugestão 10.

CAPÍTULO VI – REGRAS, PROCEDIMENTOS E CONTROLES INTERNOS

Seção I – Regras Gerais

**Art. 26. O administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução deve:
(...);**

Sugerimos **acrescentar um parágrafo** para permitir que a atividade desempenhada pelo administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta instrução possa ser realizada e verificada por terceiros especializados, ou seja, um profissional contratado para este fim específico, conforme texto abaixo:

*“§3º. O cumprimento das atividades previstas no **caput** deste artigo podem ser verificadas por profissional especialmente contratado para este fim.”*

1. Esta sugestão vai ao encontro da manutenção de custos mais baixos, e menores impactos nos custos da atividade de prestação de serviços em classificação de risco de crédito, sobretudo nas empresas nacionais, que possuem uma estrutura menor.



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

2. Adicionalmente, entendemos que a terceirização deste profissional pode gerar maior autonomia no processo de auditoria como um todo, aumentando sua segurança e clareza, e isentando de quaisquer influencias dentro do mesmo grupo.

Sugestão 11.

CAPÍTULO VI – REGRAS, PROCEDIMENTOS E CONTROLES INTERNOS

Seção II – Política de Remuneração

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 associada ao desempenho comercial da agência.

Sugerimos a **supressão da primeira parte** do parágrafo único do artigo 27, para não incluir o administrador responsável, uma vez que, embora possa receber pró-labore, o administrador responsável pela agência, em muitos casos, se confunde na pessoa de um acionista, sobretudo pela estrutura de empresa adotada na prestação de serviços de classificação de risco no Brasil, e, portanto o mesmo poderá receber pela distribuição de lucros, conforme desempenho comercial da empresa, uma vez que um está diretamente vinculado ao outro,



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

ou seja, quanto melhor o desempenho comercial, maior o lucro a ser distribuído.

Sugestão 12.

CAPÍTULO VI – REGRAS, PROCEDIMENTOS E CONTROLES INTERNOS

Seção V – Informações sobre Desempenho

Art. 31. A agência de classificação de risco de crédito deve elaborar documento, com base no histórico de desempenho das classificações efetuadas desde 2002 pela agência, por segmento, de modo a evidenciar:

I – as classificações de risco iniciais, suas mudanças e a probabilidade de transição, para cada classificação, no prazo de 1 (um) e 3 (três) anos (matriz de transição de classificação de risco); e

II – 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 (matriz de taxa de inadimplência).

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.

Sugerimos a **supressão** do artigo 31, seus incisos e parágrafo único, por não serem aplicáveis ao mercado local, senão vejamos:

1. A indústria de classificação de riscos no Brasil nasceu em 1994, com a classificação, pela SR Rating, da operação “Mesbla Trust”, portanto



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

possuindo um histórico de dados ainda incipiente para a elaboração de uma matriz de transição confiável. Embora tenha evoluído bastante em alguns quesitos, o mercado de *rating* ainda terá que evoluir bastante para que se permita, entre outras, a elaboração de matrizes de transição e matrizes de taxa de inadimplência.

2. Destacamos, ainda, que há conflito de termos empregados no texto do caput e nos incisos, uma vez que o caput fala sobre histórico de desempenho, e no inciso I utiliza-se o termo “probabilidade de transição” (evento futuro).

3. Acreditamos que a busca por estes dados possa ocorrer por outros meios, com o fornecimento regular de dados históricos de cada agência em seu sítio eletrônico, e mediante a formação de um banco de dados de caráter informativo.

4. Conclusão e agradecimento

Com as sugestões acima expostas, esperamos ter contribuído para que o processo de regulação das agências de classificação de risco de crédito no Brasil se torne mais claro e objetivo.

Acreditamos que o processo de regulação desta atividade se tornou ainda mais pungente após a crise de 2008, e que a CVM é a entidade brasileira com



Sugestões à Audiência Pública SDM N° 16/11 - CVM

maior acervo e competência legal para exercer a fiscalização no mercado local. Mas, acompanhando os princípios do direito moderno, sobretudo do regulatório, acreditamos que esta e qualquer outra norma que venha a ser empregada para a finalidade pretendida deve ser amplamente debatida com todos os envolvidos, sejam representantes de outros órgãos reguladores como o BC, a SUSEP e a PREVIC, pelas agências reguladas, pelos investidores e demais *players* do mercado de capitais e financeiro no Brasil.

Neste sentido, nossa última sugestão é no sentido de que esta legislação seja ainda mais amplamente debatida, mesmo diante das propostas apresentadas nesta audiência pública.

Assim sendo, tendo exposto nosso ponto de vista sobre alguns pontos da minuta de Instrução para regulação da atividade de classificação de riscos de crédito, objeto da presente audiência pública, agradecemos novamente a oportunidade, e colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos, bem como para novos debates abertos sobre o tema.

Rio de Janeiro, 10 de fevereiro de 2012.

Paulo Rabello de Castro
Chairman

Robson Makoto Sato
Diretor