UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA

DA POSSIBILIDADE DE REGULAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE RATING NO BRASIL

CARLA DE ALMEIDA FRAZÃO SOARES
Matrícula n. 030 1004

ORIENTADOR: Wagner Piazza Gaglianone

JULHO 2005

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA

DA POSSIBILIDADE DE REGULAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE RATING NO BRASIL

CARLA DE ALMEIDA FRAZÃO SOARES
Matrícula n. 030 1004

ORIENTADOR: Wagner Piazza Gaglianone

JULHO 2005

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade da autora

Dedico este trabalho a Deus, fonte inesgotável de todo o amor no mundo.
Aos meus pais, Celso e Guaracira, que me ensinam pelo exemplo diário o que é amar.
À minha irmã, Gisele, o melhor presente que já recebi, e mesmo distante, sei que sempre poderemos compartilhar desse sentimento: o Amor.
Ao meu noivo, por tudo e muito mais...

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos que contribuíram para a elaboração deste trabalho.
Aos meus amigos, por serem constante fonte de inspiração e apoio.
Aos professores do curso, por todo o aprendizado recebido.
Ao orientador, por todo apoio e motivação.
Aos Colegas da Comissão de Valores Mobiliários, pelo crescimento profissional diário nestes quase dez anos.
À CVM, e em especial à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais, pela oportunidade de aprendizado nesta pós-graduação e pelo suporte para a realização da presente pesquisa.

Resumo

As questões éticas e regras para o funcionamento das agências de classificação de risco vêm sendo discutidas em todo o mundo, como conseqüência de escândalos contábeis em empresas multinacionais e instituições bancárias. A indústria de investimentos e as agências de *rating* mantêm uma relação de quase interdependência e toda mudança ocorre em ritmo lento e gradual. Contudo, existe espaço para a construção, no Brasil, de um arcabouço regulatório específico sobre o tema. Órgãos reguladores brasileiros como a CVM, a SUSEP e o Bacen devem acompanhar as agências de *rating*, tendo em vista sua influência e possível impacto no mercado financeiro. Este acompanhamento pode ocorrer em duas etapas: regular as atividades ligadas à classificação do risco de crédito, para em seguida poder haver o monitoramento regular das atividades desempenhadas pelas agências de *rating*, incluindo seus funcionários e responsáveis legais. Uma possibilidade para a regulação imediata no Brasil, pela CVM, seria através da figura do Consultor de Valores Mobiliários, sendo este o modelo adotado pela maior economia mundial, os Estados Unidos da América.

Abstract

There has been a great dicussion around the world on ethical issues and regulatory requirements for the credit rating agencies, as a consequence of accounting scandals in multinationals companies and banking institutions. The investment industry and the credit rating agencies have a relationship of almost interdependence and all changes happen in a slowly and gradual manner. However, there is a room for building in Brazil a specific regulatory system on the theme. Brazilian regulators such as its Securities and Exchange Commission (CVM), its Insurance Commision (SUSEP) and the Central Bank of Brazil must monitor the credit rating agencies, considering its influence and possible impact on the finnancial market. This new regulatory system may happen in two ways: through the regulation of the credit rating activities, and later on through an ongoing monitoring of its activities, including their members of staff. A possible way of regulating them immediately is through the Investment Advisers legal provisions, as this is the adopted model in USA, the largest world economy.

ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN	- Banco Central do Brasil
BIS	- Bank of International Settlements
CDC	- Código de Defesa do Consumidor
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
EUA	- Estados Unidos da América
IBRADEMP	- Instituto Brasileiro de Direito Empresarial
IOSCO	- International Organization of Securities Commissions
NAIC	- The National Association of Insurance Commissioners
NRSRO	- Nationally Recognised Statistical Rating Organisations
SDE	- Secretaria de Direito Econômico
SEAE/MF	- Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda
SEC	- Securities and Exchange Commission
STJ	- Superior Tribunal de Justiça

SUMÁRIO

I INTRODUÇÃO.....8

II FUNDAMENTOS TEÓRICOS.....10
2.1 Fundamentos da teoria de regulação.....10
2.2 A regulação do mercado de capitais e dos serviços financeiros.....11
2.3 O risco e o mercado de capitais.....13
2.4 Tipos de riscos.....14
2.4.1 Risco de mercado.....14
2.4.2 Risco de crédito.....14
2.4.3 Risco operacional.....15
2.4.4 Risco legal.....16
2.5 Gerenciamento de riscos e governança corporativa.....17

III A ATUAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE RATING.....19
3.1 Breve histórico.....19
3.2 O processo de *rating* por uma agência de classificação de risco.....20
3.3 As escalas de *rating*.....22
3.4 Os usuários de *rating*.....23
3.5 Questões polêmicas da atuação das agências de *rating*.....24

IV A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL.....25
4.1 Breve panorama da regulação das agências de *rating* no mundo.....25
4.2 A regulação norte-americana.....26
4.3 Por que regular a atuação das agências de *rating*?.....27
4.4 Conseqüências do uso de *ratings* pelos reguladores.....28

V O CASO BRASILEIRO E PROPOSTAS À REGULAÇÃO.....30
5.1 Breve histórico da atuação das agências de *rating* no Brasil.....30
5.2 Panorama da legislação atual.....31
5.3 A competência da CVM para regular a atuação das agências de *rating*.....32
5.4 Outras questões jurídicas acerca da atuação das agências de *rating* no Brasil.....33

VI CONCLUSÃO E SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS.....34
6.1 Conclusões.....34
6.2 Sugestões para trabalhos futuros.....34

VII BIBLIOGRAFIA.....36

I - INTRODUÇÃO

Atualmente, tem sido muito discutida a responsabilidade das agências de classificação de risco, ou agências de *rating*, especialmente após os escândalos contábeis na empresa americana Enron, na italiana Parmalat e no Brasil, com o Banco Santos.

Já há algum tempo, contudo, questões éticas e regras para o funcionamento das agências de classificação de risco vêm sendo discutidas em todo o mundo, desde seu aparecimento, por volta do ano de 1909, nos Estados Unidos.

Esta discussão ganhou força em 1999, com a divulgação do primeiro pacote consultivo sobre o novo acordo "Basiléia 2", e no início de 2005 a IOSCO – *International Organization of Securities Commission* propôs aos seus países-membros um código de conduta de livre adesão para as agências de *rating*, visando principalmente proteger o investidor e garantir a qualidade e integridade do processo de elaboração de um *rating*.

O presente trabalho tem por objetivo traçar um panorama de distintos temas relacionados à atuação das agências de *rating*, sua história, sua presença nos EUA e no Brasil, bem como apresentar algumas sugestões quanto à possibilidade da regulação da atuação destas empresas no Brasil.

Tendo em vista a carência de estudos e produções sobre este assunto, e que a literatura atual constitui-se em ampla maioria de dissertações estrangeiras, espera-se que a pesquisa proposta contribua para o aperfeiçoamento do conhecimento relativo ao tema no Brasil.

Esta pesquisa está estruturada da seguinte forma: no capítulo 2, desenvolvem-se os fundamentos teóricos, incluindo os fundamentos da teoria de regulação, da regulação do mercado de capitais e dos serviços financeiros, da teoria do risco, incluindo suas definições e classificação, bem com sua relevância para o mercado de capitais e o atual debate sobre governança corporativa.

No capítulo 3, temos o relato sobre a atuação das agências de *rating*, incluindo dados históricos, os mecanismos e procedimentos adotados pelas agências de *rating*, incluindo explicação sobre as escalas utilizadas na classificação do risco de crédito e o papel dos

usuários do *rating*; no capítulo 4 contextualizam-se o arcabouço internacional, incluindo a regulação norte-americana e razões para a regulação das atividades desempenhadas pelas agências de *rating*.

No capítulo 5, tratamos do caso brasileiro e possíveis propostas à regulação, incluindo breve histórico das atividades destas empresas no Brasil, um panorama da atual legislação, da competência da CVM para regular as agências, bem como outras questões jurídicas do sistema brasileiro. No capítulo 6, temos as conclusões e uma agenda para realização de futuras pesquisas sobre o tema.

II. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

2.1. Fundamentos da teoria de regulação

Para Gilligan (1999), a noção de regulação como uma interferência, conduzida principalmente pelo Estado, é aceita pela maioria dos cientistas sociais, advogados e economistas. Essa interferência teria como objetivo principal a proteção do interesse público sobre interesses econômicos específicos.

Uma possível definição de regulação é ensinada por Garcia Júnior (2002):

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

A princípio, os mercados perfeitamente competitivos devem atingir resultados sem a necessidade de qualquer intervenção estatal. Ocorre que os mercados "do mundo real" são afetados por um ou mais tipos de falhas de mercado que impedem tais resultados eficientes (White, 1996). Dentre as inúmeras falhas de mercado existentes, destacam-se: poder de mercado; economias de escala; externalidades; incerteza; informação assimétrica; e problemas de *second best.*

Apesar da regulação estatal ser capaz de, a princípio, melhorar a eficiência de mercados imperfeitos, os governos (*i.e.* o Estado) também podem falhar neste processo, e seus esforços intervencionistas podem gerar a deterioração da eficiência dos mercados, ao oposto de aumentá-la. Esta falha de governo ocorre por diversas razões: dificuldade em formular objetivos claros e implementáveis; incentivos fracos (ou inexistentes); dificuldades de gestão; informação inadequada; comportamento *rent seeking*; captura *rent creating*; e busca de redistribuição de renda (White, 1996).

2.2. A regulação do mercado de capitais e dos serviços financeiros

Segundo Kitch (*apud* Gilligan, 1999), a regulação do mercado de capitais originou-se a partir de dois sistemas distintos de leis e práticas. Um deles é a organização e prática das bolsas de valores, organizações privadas com características normativas que surgiram anteriormente à regulação, e cuja operação bem-sucedida e eficiente é um de seus principais objetivos. O outro sistema consiste no esforço para o uso do sistema legal no combate à fraude.

Para melhor compreender os objetivos específicos da regulação do mercado de capitais e dos serviços financeiros, é necessário antes entender o que é um mercado, como são formados, bem como sua importância.

Para Mansfield (*apud* Gilligan, 1999), um mercado é *"um conjunto de regras jurídicas e acordos institucionais que congregam compradores e vendedores"*, ou então, conforme Miller (*apud* Gilligan, 1999):

"A soma total de acordos jurídicos e econômicos para produzir transferências voluntárias crescentes (de bens econômicos) está contida na denominação genérica de 'mercados'".

Assim, a noção de transferência econômica é a essência do mercado de capitais e pode ser compreendida como continua o autor:

"Uma confederação de mercados onde ações, títulos, e outros serviços inter-conectados, agentes e instituições estão organizados ao redor da produção e distribuição de controle corporativo (ações) e dívidas financeiras (debêntures, 'commercial paper' e outras)."

A função econômica principal desta confederação de mercados é criar liquidez, que sempre foi essencial para permitir aos investidores comprar e vender ativos, bem como gerir os elementos de risco inerentes a estes investimentos. Cumpre destacar a crescente presença de grandes empresas e mercados no cenário internacional, que tem motivado uma necessidade cada vez maior por liquidez, o que é em grande escala suprido pelo mercado de capitais. O atual processo de administração de risco tanto pelo Estado quanto pelas empresas também possui natureza internacional, uma vez que as carteiras e posições são administradas sob condições globais.

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

1. A preservação da integridade do sistema financeiro contra: riscos eventuais de natureza sistêmica, efeitos de contágios e choques de natureza adversa, locais ou externos;

2. O monitoramento do comportamento de instituições financeiras, uma vez que atuam como contrapartes em contratos de prestação de serviços que envolvem a guarda fiduciária de valores e gestão de poupança de consumidores ou investidores por prazos longos, gerando custos de saída e eventuais perdas em caso de quebras dessas instituições;

3. A identificação e correção de imperfeições e falhas no mercado;

4. A proteção de consumidores nos contratos de serviços financeiros contra:

    a) Possíveis ambientes de incerteza e a insolvência de instituições;
    b) Perdas não-pactuadas por informações não-fornecidas por contratantes;
    c) Perdas por fraude em gestão de recursos;
    d) Oferta enganosa de serviços;
    e) Avaliação enganosa de riscos por gestores de recursos;
    f) Discriminação entre consumidores de serviços;
    g) Tratamento discricionário;
    h) Oferta de serviços sem a exposição adequada dos riscos assumidos por consumidores não-especializados; e
    i) Operações que envolvam a lavagem de dinheiro.

Deste modo, podemos destacar alguns elementos centrais presentes no mercado de capitais, como a liquidez, o risco e também o acesso à informação. Para Gilligan (1999), o mercado de capitais possui papel vital em qualquer economia baseada no capital e todos os grupos nela inseridos desejam combater sua manipulação e proteger sua integridade. Como resultado, caracteriza-se por ser uma das áreas mais fortemente reguladas da maioria dos países, representando um setor no qual os interesses do Estado e mercados interagem de modo mais vigoroso. Isto ocorre porque é evidente que os mecanismos de mercado não podem controlar adequadamente a conduta de seus participantes para atender às exigências do interesse público.

Em linhas gerais, o objetivo principal da regulação de mercado de capitais é a promoção de mercados abertos, honestos e justos. Contudo, é improvável que qualquer mercado alcance um nível de competição perfeita, e muitos tenderão à formação de cartéis ou monopólios.

Assim, conforme Garcia Júnior (2002), todo sistema regulatório envolverá custos não-uniformes entre seus agentes, o que reflete na formação de preços dos serviços financeiros ofertados. Contudo, se um determinado sistema possui custos excessivos devidos a uma regulação marcada pela aversão ao risco dos reguladores, poderá levar à inibição dos mercados e investidores. De modo parecido, a oferta de regulação em quantidades inferiores ao socialmente desejado, isto é, em quantidades insuficientes à maximização do bem-estar da sociedade também poderá acarretar o desinteresse de mercados e investidores. O principal impacto desses cenários não desejáveis é a oferta de serviços financeiros com elevado risco individual e alta concentração de risco.

2.3 O Risco e o mercado de capitais

De acordo com Bernstein (1997) a palavra risco é originária do italiano *"risicare"* que significa ousar. Para o autor, *"risco é uma escolha, não um destino. (...) a capacidade de administrar riscos, e com ela, a vontade de correr riscos e fazer opções ousadas são elementos-chave da energia que impulsiona o sistema econômico."* Gitman (1997) percebe o risco como *"variabilidade de retornos esperados, relativos a um ativo"* e com *"possibilidade de prejuízo financeiro."*

Geralmente, os investidores desejam otimizar três aspectos básicos em um investimento: retorno, prazo, e proteção. Assim, ao avaliar o investimento, os investidores procuram avaliar sua rentabilidade, liquidez e grau de risco.

Para Rudge e Cavalcante (1993), o risco do investidor pode ser considerado em três níveis: a) alto risco (operações com derivativos; operações alavancadas ou *leveraged*); b) risco moderado (participações acionárias; operações de proteção ou *hedge*; operações de securitização); e c) baixo risco (imobiliários; seguro; moeda; para a atividade profissional; títulos de crédito).

2.4 Tipos de riscos

2.4.1 Risco de mercado

O risco de mercado consiste na possibilidade de perdas causadas pelos impactos de flutuações de preços, índices e/ou taxas sobre instrumentos financeiros assumidos por uma instituição, tanto ativos como passivos.

Para (DUARTE *et al*., 2003) o risco de mercado é *"uma medida numérica da incerteza relacionada aos retornos esperados de um investimento, em decorrência de variações em fatores como taxas de juros, taxas de câmbio, preços de ações e commodities."*

O autor enumera as principais sub-áreas do risco de mercado, como: a) taxas de juros (perdas no valor econômico de uma carteira face aos efeitos de mudanças adversas das taxas de juros); b) taxas de câmbio (decorrente de alterações adversas nas taxas de câmbio); c) c*ommodities* (devido a mudanças no valor de mercado de carteiras de *commodities)*; d) ações (mudanças no valor de mercado de carteiras de ações); e) Liquidez (decorrente da incapacidade de se desfazer rapidamente uma posição, ou obter *funding*, devido às condições de mercado); f) Derivativos (gerado pelo uso de derivativos para especulação ou para *hedge*); g) *Hedge* (ocasionado pelo uso inapropriado de instrumentos para *hedge*); h) concentração de mercado (decorrente da não diversificação do risco de mercado de carteiras de investimentos).

2.4.2 Risco de crédito

O risco de crédito é uma medida numérica da incerteza relacionada ao recebimento de um valor contratado e/ou compromissado, a ser pago por um tomador de um empréstimo, contraparte de um contrato ou emissor de um título, descontadas as expectativas de recuperação e realização de garantias.

Assim, cabe destacar que o risco de crédito pode ocorrer não apenas nas chamadas operações de crédito, como empréstimos e financiamentos, mas também em qualquer outra modalidade de instrumentos financeiros presentes no ativo da instituição.

Duarte *et al.* (2003) classifica o risco de crédito em três grupos: a) país (moratórias de países); b) político (restrições ao fluxo livre de capitais entre países, estados, municípios, dentre outros, podendo originar-se de golpes militares, novas políticas ou eleições); e c) falta

de pagamento (quando uma das partes em um contrato não pode mais honrar seus compromissos assumidos).

Conforme ensinou Minky (*apud* BRASIL, 1997), o tomador dos recursos pode assumir três posturas em relação aos compromissos assumidos:

a) *Hedge* - quando as receitas asseguradas excedem as obrigações relacionadas com o endividamento, em qualquer período futuro de tempo. Assim, os fluxos de caixa decorrentes das operações são sempre superiores aos fluxos de caixa do endividamento. Se houver uma proteção adicional por recursos disponíveis ou aplicações financeiras de curto prazo, surgiria uma margem de segurança, que reforçaria a situação de liquidez da empresa.

b) Especulativa - os fluxos de caixa decorrentes do endividamento superam os fluxos de caixa gerados pelas operações, apenas em alguns períodos. Assim, Minsky descreve a postura especulativa como a possível necessidade de se recorrer a um refinanciamento, estando o mesmo disponível. Caso contrário haverá a possibilidade de surgir dificuldades de liquidez para a firma.

c) Postura Ponzi – é a postura mais especulativa com a característica especial de que, para diversos períodos futuros, ou mesmo para todos, os compromissos de pagamento de juros não são cobertos pelo fluxo de caixa das operações, o que leva ao crescimento da dívida, mesmo recorrendo ao refinanciamento e sem a ocorrência de nenhum investimento adicional. Assim, a sobrevivência da empresa dependerá dos possíveis resultados em períodos no futuro distante, e assim, estará exposta às flutuações dos mercados e, nas demandas de recursos, tornar-se-á inelástica em relação à taxa de juros, levando a um maior nível de risco financeiro de liquidez.

2.4.3 Risco operacional

Duarte *et al.* (2003) define o risco operacional como *"uma medida numérica da incerteza dos retornos de uma instituição caso seus sistemas, práticas e medidas de controle não sejam capazes de resistir às falhas humanas, danos à infra-estrutura de suporte, utilização indevida de modelos matemáticos ou produtos, alterações no ambiente dos negócios, ou a situações adversas de mercado."*

Assim, o risco operacional representa as perdas decorrentes de falhas internas que podem acarretar erros de avaliação a até fraudes, envolvendo falhas humanas (intencionais e não-intencionais) e técnicas (como modelagem e processamento).

O futuro da administração dos riscos operacionais nas empresas será influenciado pelas propostas do novo acordo de capitais – *A New Capital Adequacy Framework*, organizado pelo *BIS – Bank of International Settlements* através do Comitê da Basiléia. O Novo Acordo está baseado em três pilares: primeiro pilar – requerimento mínimo de capital; segundo pilar – revisão no processo de supervisão; e terceiro pilar – disciplina de mercado. Em relação ao requerimento de capital, a proposta é alterar a metodologia de cálculo do risco de crédito e incluir alocação de capital para riscos operacionais. Apesar das diretrizes de gestão de risco dada pelo Comitê da Basiléia obrigar somente seus países membros e bancos com atividades internacionais, as mesmas acabam por constituir regras de mercado, passando então a ser adotadas pela a maioria dos países em seus mercados financeiros locais. No Brasil, o BACEN - Banco Central do Brasil, tem endossado e regulamentado para uso interno as recomendações da Basiléia (Pereira, 2003).

Cabe destacar que segundo Duarte (1999), a gestão do risco de crédito e de mercado já se encontra bem desenvolvida no Brasil, tendo em vista o cumprimento de exigências regulatórias e a influência de práticas internacionais. Contudo, os riscos operacionais, que anteriormente eram considerados como subcategoria de outros riscos, devem agora ser tratados como disciplina separada, com políticas, procedimentos, modelos para sua identificação, análise e mensuração, específicos. A sensibilização para a identificação, avaliação e mitigação dos riscos operacionais começou com a exigência do aprimoramento dos controles internos nas empresas, tratados pelo Comitê de Basiléia através do documento denominado *Framework for Internal Control Systems in Banking Organizations*, e no Brasil, pela Resolução 2554/98, do BACEN. Esses normativos constituíram a base do que atualmente estrutura as melhores práticas da gestão do risco operacional.

2.4.4 Risco legal

O risco legal está representado pela possibilidade de falta de execução de um contrato, por falha de sua concretização, por uma das partes não estar autorizada ou capacitada a realizar a operação, ou pelo contrato ser falho. De acordo com Duarte *et al*. (2003) o risco legal é "*uma medida numérica da incerteza dos retornos de uma instituição caso seus*

contratos não possam ser legalmente amparados por falta de representatividade por parte de um negociador, por documentação insuficiente, insolvência ou ilegalidade."

2.5 Gerenciamento de riscos e governança corporativa

No contexto do gerenciamento de riscos, torna-se relevante o conceito de governança corporativa, que é um dos mais importantes temas de estudo na atualidade sobre o processo de gestão de empresas, tanto em nível nacional como internacional. Em linhas gerais, a governança corporativa trata da capacidade de os mais elevados níveis de autoridade em uma empresa serem capazes de bem (ou melhor) gerenciar suas atividades, estando ao alcance não apenas dos acionistas, mas também de clientes, fornecedores, credores, etc.

Para Rabelo *et al.* (1999) a governança corporativa é baseada em três elementos fundamentais: transparência (*disclosure*), responsabilidade (*accountability*) e contestabilidade (*checks and balances*). Pela transparência podemos conhecer a realidade da corporação, em todos os seus níveis. A responsabilidade fixa um sistema em que os tomadores de decisões se posicionam formalmente pelas ações que cometem. A contestabilidade é a verificação de um mecanismo por onde instâncias distintas dentro de uma corporação aferem e monitoram o processo e os resultados dos outros (como, por exemplo, a relação entre Conselho de Administração e Diretoria Executiva, de acordo com a Teoria da Agência).

Deste modo, a mais alta hierarquia em uma instituição financeira é responsável pela existência de um sistema adequado de decisões, sendo condição *sine qua non* a noção exata dos riscos assumidos, que engloba tanto sua identificação quanto sua mensuração e monitoramento.

Assim, podemos concluir que verificar o gerenciamento de riscos em uma instituição financeira significa também verificar quão boa é a governança corporativa ali existente.

Para o Sistema Financeiro *lato-sensu*, a questão da administração do risco é um problema tão complexo que teve por conseqüência o surgimento das agências de *rating*. Em linhas gerais, podemos afirmar que estas agências são especializadas na produção de listas de classificação de empresas e países quanto à sua saúde financeira e capacidade de honrar compromissos previamente assumidos, informação que interessa aos investidores, podendo influenciar nos custos e taxas inerentes ao investimento.

Segundo Cardoso (2000), *"a expansão das emissões de títulos e valores mobiliários nas últimas décadas abriu espaço para a consolidação das avaliações da qualidade de crédito dos países como um todo, das empresas e de suas emissões por agências especializadas (as chamadas agências de rating). Dentre estas, três apresentam atuação em escala mundial, estando presente na maior parte dos países onde há um mercado de capitais minimamente constituído: a Moody's, a Standard & Poor's e a FitchIBCA, Duff & Phelps."*

Como veremos a seguir, o produto que essas empresas vendem é informação, basicamente enquadrando as instituições e países em uma escala que ilustra o risco a que estão suscetíveis, bem como acabam por orientar as decisões dos investidores, influenciando-os fortemente.

III. A ATUAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE RATINGS

3.1 Breve histórico

A história das agências de *rating* teve início em 1909, com a criação nos EUA da antecessora da *Moody's Investor Service*. Naquela época, as indústrias necessitavam levantar capital para seus negócios por meio de sócios capitalistas, e as agências de *rating* auxiliavam os investidores a ponderar os custos e benefícios envolvidos na operação. Em 1916, surgiu uma nova empresa, que mais tarde viria a tornar-se a *Standard & Poor's*, especializada nos títulos emitidos pelo setor ferroviário norte-americano, os primeiros títulos vendidos em larga escala. A terceira grande agência, com presença mundial até os dias atuais, a *Fitch*, iniciou suas atividades em 1924, também nos EUA. Atualmente é constituída por capital francês, sendo resultado da fusão e aquisição de diversas outras agências de menor porte: *Fitch*, *IBCA*, *Duff & Phelps*, e a *Thompson Bank Watch*, uma agência especializada na classificação de risco de instituições bancárias (Hill, 2004).

Merece destaque o poder que essas empresas centenárias possuem nos EUA e em todo o mundo. Conforme o Senador norte-americano Joseph Lieberman (*apud* Hill, 2004) observou:

"As agências de rating possuem a chave do capital e da liquidez, o centro nervoso da América corporativa e de nossa economia capitalista. O rating afeta a capacidade de uma empresa conseguir empréstimos financeiros; afeta a decisão de investimento de fundos de pensão e de fundos de investimento em geral, bem como influencia o valor das ações negociadas em bolsa de valores."

Ao longo de sua presença nos EUA e também em outros países, as agências de *rating* mantém uma característica singular, que evidencia ainda mais o poder por elas detido na economia: a concentração de mercado. Atualmente, a Moody's têm em sua carteira de clientes 78% das empresas da indústria norte-americana e a Standard & Poor's é responsável por 66% da América corporativa[1] citada pelo Senador Lieberman (Hill, 2004).

[1] A legislação norte-americana dispõe que os títulos de dívida a serem emitidos por empresas devem submeter-se a, no mínimo, duas classificações de risco realizadas por agência de *rating*. Tal exigência também é feita em diversos outros países, incluindo o Brasil.

3.2 O processo de *"rating"* por uma agência de classificação de risco

Para Crouhy, Galai e Mark (2001) a emissão de títulos de dívida por empresas é um acontecimento típico do século 20, tendo iniciado na mesma época da publicação dos primeiros artigos e relatórios sobre o método de análise contábil das "partidas dobradas" como forma de diagnóstico da saúde financeira de uma empresa. Nos últimos 30 anos, o aparecimento de novos produtos financeiros teve como conseqüência o desenvolvimento de novas metodologias e critérios para a avaliação de risco de crédito, ou *rating:* a Standard & Poor´s foi a primeira agência de *rating* nos EUA a trabalhar com títulos de dívida lastreados em garantias *"mortgage-backed bonds"* (1975), fundos de investimento (1983) e valores garantidos por ativos *"asset-backed securities"* (1985).

Cabe destacar que um *rating* não configura, geralmente, uma recomendação de investimento em relação a dado produto. De acordo com a agência *Standard & Poor´s*, *"um rating é a opinião da S&P's da condição geral de cumprimento da obrigação pelo devedor, ou sua capacidade em relação a um produto específico ou outra obrigação financeira, baseada em fatores de risco."* Para a agência *Moody's* seria uma opinião sobre a habilidade futura e obrigação jurídica de um emitente realizar os pagamentos do principal e juros de um título de renda fixa no prazo acordado.

Deste modo, um *rating* é específico para uma emissão ou o título ou papel que está sendo avaliado, não sendo nem uma avaliação genérica nem uma avaliação global do risco de crédito associado a todas as dívidas contraídas pelo emissor.

Para Reddy (2000) também não configura uma recomendação para compra, venda ou manutenção da posição de investimento, mas uma opinião bem informada. Esclarece ainda o autor que o *rating* também não configura previsões de *default*, mas opiniões sobre a probabilidade relativa de *defaults* e perdas e, por exemplo, a diferença entre um título avaliado em um patamar superior a outro de mesma natureza é a probabilidade de *default* dos juros e do principal. O *rating*, do mesmo modo não pode prever perdas devidas a choques no mercado ou qualquer outra situação inesperada. O autor, também, destaca que o *rating* está relacionado somente ao crédito, e deste modo, não possui ligação direta com as preferências de risco de investidores. Assim, a percepção das diferentes partes (credores, emprestadores, acionistas, etc) aos *ratings* podem ser distintas entre si.

O sujeito de uma avaliação de risco de crédito ou *rating* pode ser uma empresa emissora de títulos de dívida. Neste caso, o *rating* é uma opinião sobre a capacidade do devedor de cumprir suas obrigações financeiras. A opinião não é específica sobre determinada dívida da empresa, nem considera o fato de haver modalidades de garantias disponíveis, como fiadores para algumas das obrigações. Na classificação de *rating* de "emissores" estão os *ratings* de crédito corporativo e de risco soberano. Um outro tipo é o *rating* "específico para determinada emissão". Nesta hipótese, a agência de *rating* utiliza símbolos gráficos na escala adotada a fim de distinguir entre papéis de curto prazo e longo prazo.

O processo de *rating* é constituído por análises quantitativas, qualitativas e jurídicas. A análise quantitativa caracteriza-se como uma análise financeira e fundamenta-se nos relatórios financeiros da empresa. A análise qualitativa preocupa-se com a qualidade da gestão, e inclui uma extensa revisão da competitividade da empresa com sua indústria, assim como com o crescimento esperado da indústria e sua vulnerabilidade a mudanças tecnológicas, regulatórias e de relações trabalhistas.

Para Crouhy, Galai e Mark (2001) um processo típico de *rating* de uma empresa de atividade industrial, inclui questões relativas ao risco soberano do país, bem como questões de ordem macro-econômicas, o acompanhamento e visão geral da indústria ou *"outlook"*, e questões regulatórias, até características específicas (incluindo a qualidade da gestão, e posições de operação e financeiras) e eventualmente questões específicas relativas à estruturação da emissão.

A avaliação da gestão, apesar de subjetiva por sua própria natureza (Crouhy, Galai e Mark, 2001), investiga a probabilidade de se atingir o sucesso operacional e sua tolerância ao risco.

O processo de *rating* também inclui reuniões com os gestores do emissor para discutir os planos financeiros e operacionais, políticas e estratégias. Toda informação colhida é revista e discutida por um comitê de *rating* especializado em determinada indústria, o qual então vota suas recomendações. O emissor poderá recorrer contra o *rating* antes que seja divulgado ao público, caso possa apresentar informações adicionais às já analisadas ao longo do processo.

O *rating* definitivo geralmente é divulgado de quatro a seis semanas depois do início dos trabalhos da agência. Geralmente os *ratings* são revisados uma vez ao ano, baseados em novos relatórios financeiros, novas informações de negócios e reuniões de acompanhamento

com a administração. Um aviso *"credit watch"* ou *"rating review"* é divulgado caso exista a possibilidade de alteração do *rating*, que sempre deve ser aprovada pelo comitê de *rating*.

3.3 As escalas de ratings

Cada agência de *rating* possui uma escala própria, a partir da metodologia por elas desenvolvida, que utiliza notações distintas, mas com classificações semelhantes, sendo uma combinação de letras, algarismos e sinais (Por exemplo: AAA, AA+, AA, pela Standard & Poor's e Aaa, Aa1, Aa2 pela Moody's).

Cardoso (2000) destaca a distinção entre *ratings* de curto e longo prazo, e que as notas podem se referir a um país (em relação a suas obrigações de curto ou longo prazo), uma empresa (idem) ou a uma operação específica (de curto ou longo prazo):

a) **Longo Prazo** – É utilizado para classificar bônus e outras obrigações de renda fixa de longo prazo, como títulos lastreados em hipotecas (*morgage-backed securities* nos EUA), notas de médio prazo e depósitos bancários de longo prazo. É também utilizada para ações preferenciais (quando tratadas como títulos que rendem cupons relativos aos dividendos, não havendo classificação para ações com direito a voto) para classificar a força financeira de seguradoras e fundos mútuos e para risco de contraparte em contratos de derivativos.

Categoria	Moody's	Standard & Poor's
Investment Grade	Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB e BBB-
Speculative Grade	Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca e C	BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC e C

b) **Curto Prazo** – É utilizado para classificar o risco de crédito para obrigações a vencer em até um ano, como *commercial papers* e depósitos bancários de curto prazo, de modo a caracterizar a capacidade financeira e legal do cumprimento das condições contratadas.

Categoria	Moody's	Standard & Poor's
Investment Grade	Prime-1, Prime-2 e Prime-3	A-1, A-2 e A-3
Speculative Grade	Not Prime	B e C

3.4 Os usuários de *rating*

A avaliação de risco de crédito é utilizada com freqüência por potenciais emprestadores de recursos para medir qualquer empresa, nação ou operação específica que envolva compromissos de futuros pagamentos. Para a SDE (2003), os principais demandantes de *rating* são bancos, fundos de investimento, empresas, gestores de serviços, papéis e emissores de papéis, que utilizam essa metodologia de avaliação e classificação, para demonstrar a sua capacidade de honrar os compromissos (empréstimos e investimentos) já realizados ou a contratar juntos a terceiros, tanto no país quanto no exterior. Conforme a definição da agência de classificação de risco *Moody's*, o *rating* caracteriza-se por ser *"uma opinião sobre a capacidade futura e a responsabilidade jurídica de um emitente de efetuar, dentro do prazo, pagamentos do principal e dos juros de suas obrigações."*

Cardoso (2000) classifica os beneficiários ou demandantes das opiniões de crédito ou *ratings* em quatro grupos:

a) **Investidores** – Dentre as vantagens da utilização de *ratings*, destaca-se a possibilidade de trabalhar com horizontes e investimento mais amplos, uma vez que é possível ter acesso a informações comparáveis a nível mundial[2], com a conseqüente economia de esforços de pesquisa; estabelecer políticas de restrição ao crédito (alguns fundos de pensão americanos, por exemplo, impedem a aplicação de recursos em ativos de baixa classificação); tomar decisões a respeito do retorno esperado para títulos de acordo com o *rating*, *i.e.* qual prêmio de risco deve ser exigido para investimento em uma dada categoria de risco; e também, utilizar o *rating* como instrumento de apoio às áreas internas de pesquisa de crédito.

b) **Emissores** – Dada sua disseminação, os *ratings* permitem um maior acesso a novos mercados, maior liquidez dos papéis e até mesmo, de acordo com a classificação obtida, uma redução do custo de capital.

c) **Intermediários** – Uma vez que emissões com *ratings* tendem a ter melhor acesso aos mercados, os agentes financeiros que realizam a intermediação da operação o fazem com maior facilidade.

---

[2] No Brasil, as agências de *rating* vêm implementando e adotando uma escala especial, incomparável com qualquer outro país, por interesses políticos e comerciais, que poderiam gerar danos à economia brasileira. Neste sentido, favor consultar artigo de NESS Jr, Walter Lee. "*Ratings* Nacionais: Espelho ou Miragem?"

d) **Mercado como um todo** – A disseminação e disponibilidade de opiniões objetivas e comparáveis da qualidade de crédito de grande parte dos captadores de recursos nos mercados de capitais tem como conseqüência o aumento da capacidade analítica e a resposta rápida de preços a mudanças na qualidade de crédito. Independentemente de haver ou não impacto sobre os preços, os *ratings* podem aumentar ou ajudar a organizar o estoque de informação sobre empresas e países.

3.5 Questões polêmicas da atuação das agências de *rating*

Quando iniciaram suas atividades, a remuneração das agências de *rating* dava-se principalmente pela receita oriunda de assinaturas pelos serviços prestados. Assim, um cliente pagava uma assinatura e recebia os relatórios. Contudo, após o advento da fotocópia e outros recursos eletrônicos, tornou-se impossível o controle pelas agências da disseminação no mercado de seus produtos. Assim, as agências mudaram a forma como seu negócio estava até então estruturado e sua receita passou a ter origem nas empresas que eram avaliadas. A *Moody's*, por exemplo, estima que os honorários pagos por emissores constituem 90% de sua receita (Hill, 2004).

Alguns autores, como Smith e Walter (*apud* Hill, 2004), argumentam que a atual estrutura de negócios das agências está imbuída de conflitos de interesse. Quando emissores remuneram pelos seus *ratings*, as agências podem inclinar-se a melhor avaliá-los, uma vez que as empresas podem ameaçar contratar uma outra agência.

Por outro lado, a preocupação das agências por sua reputação não deixa margem à possibilidade de influência dos emissores. Se o mercado como um todo acreditar que um emissor pode conseguir um *rating* mais elevado pagando por isto, os próprios *ratings* perderão sua credibilidade e as agências se tornariam menos lucrativas, podendo ir à falência. Contudo, as agências também prestam às empresas serviços auxiliares, como a atividade de consultoria empresarial e gerenciamento de risco. Neste caso permanece o potencial conflito de interesse, podendo ocorrer episódio semelhante ao da *Arthur Andersen* e *Enron* nos EUA, com as atividades de auditoria e consultoria empresarial (Hill, 2004).

IV. A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

4.1 Breve panorama da regulação das agências de *rating* no mundo

Os reguladores tanto de países desenvolvidos quanto de mercados emergentes dependem dos *ratings* por diversas razões (Reddy, 2000). Os Estados Unidos introduziram o conceito de uso de *ratings* em seu sistema regulatório em 1931, quando o governo americano, através do *The Office of the Controller of Currency*, utilizou *ratings* como um meio de determinar a base para avaliação de títulos de dívida. A partir de então, o uso de *ratings* expandiu-se para outras atividades como a estipulação de margem de capital mínimo para corretoras/distribuidoras, requisitos de divulgação através dos atos normativos da SEC - *Securities and Exchange Commission*, dispensa de registro e enquadramento regulatório para determinados emissores de títulos como os *asset-backed securities*. Nos EUA, o órgão regulador da indústria de seguros, a NAIC - *The National Association of Insurance Commissioners*, também faz uso dos *ratings* para estipular as exigências de capital mínimo para as empresas que operam no setor de seguros.

No Japão, as agências de *ratings* iniciaram suas atividades em 1974, e os reguladores utilizaram os *ratings* da empresa *Japan Bond Research Institute* como um dos critérios de elegibilidade para emissão de títulos na década de 80. O ministério da Fazenda do Japão depende das avaliações de *ratings* sob diversos aspectos, incluindo a regulação de fundos de reserva de moeda (Reddy, 2000).

Ainda relata o autor que em 1993, a Comunidade Européia estipulou os requisitos de capital para risco de mercado para bancos e custodiantes baseados em *ratings.* O Reino Unido também implementou suas diretivas para requisitos de capital baseadas em *ratings* em 1996, assim como existe na regulação britânica tratamento diferenciado baseado em *ratings* a algumas empresas do setor de mercado de capitais. Diversos outros países também possuem uso regulatório para o *rating*, como a França, Itália, Austrália, Suíça, Canadá, Argentina, Chile, México, Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas, Taiwan e Tailândia. De fato, o aparecimento da necessidade de uso de *ratings* no sistema regulatório foi a principal mola-propulsora para o estabelecimento e abertura de escritórios de agências de *ratings* estrangeiras nos mercados emergentes da América Latina e Ásia.

Em algumas jurisdições, fora a previsão de atuação das agências de *rating*, conforme visto acima, há também a necessidade de registro ou de autorização formal pelo órgão regulador, como nos EUA, Reino Unido, Japão, Austrália, França e Espanha. Analisaremos na próxima seção a realidade norte-americana, por razões históricas e também por ser a maior economia mundial.

4.2 A regulação norte-americana

As atividades desempenhadas pelas agências de *rating*, bem como as de seus funcionários estão previstas no *Investment Advisers Act*, de 1940, na seção 275. Este normativo da SEC regula, dentre outras, as atividades relacionadas à Consultoria de Valores Mobiliários.

A partir de 1975, o arcabouço regulatório norte-americano começou a exigir que os *ratings* fossem emitidos por uma NRSRO – *Nationally Recognised Statistical Rating Organization*, assim denominada pela SEC. O objetivo, então, era congelar as agências existentes e limitar a entrada de novos participantes. Nestas três décadas, a SEC somente autorizou oito agências de *rating* como NRSRO, sendo que ao longo dos anos, diversas novas agências fundiram-se na *Fitch* ou na *Moody's*, resultando nos dias atuais em que somente quatro agências estão autorizadas e possuem esta designação (Hill, 2004)

Contudo, cumpre destacar que esta autorização da SEC ocorre através de *"no-action letter"*, isto é, não existe na legislação americana uma definição do termo NRSRO, nem critérios formais para sua designação, apesar de diversos projetos neste sentido. A empresa interessada deverá dar entrada no pedido de reconhecimento, com base no *Investment Advisers Act*, e após análise, a SEC emitirá um documento, atestando que não tomará qualquer medida administrativa ou civil contra a atuação daquela empresa em determinadas atividades (Hill, 2004).

Cumpre destacar que após a análise e emissão do documento *"no-action letter"*, os servidores da SEC também recomendam que a agência de *rating* se torne enquadrada e registrada como Consultor de Valores Mobiliários (SEC, 2003)

Durante o processo de emissão do *"no-action letter"*, os servidores da SEC analisam as operações da agência de *rating* (*i.e.* seu histórico), bem como sua posição no mercado. Os

servidores também avaliam a capacidade operacional e credibilidade de agência de *rating* (SEC, 2003), incluindo:

a) a estrutura organizacional da agência de *rating*;

b) os recursos financeiros da agência de *rating* (com o objetivo de determinar, dentre outros, se a mesma é capaz de operar independentemente de pressões econômicas ou controle das empresas que elas classificam o *rating*);

c) o tamanho e qualidade do quadro de pessoal da agência de *rating* (para determinar se a mesma será capaz de avaliar o risco de crédito de um emissor de modo competente);

d) a independência da agência de *rating* para com seus clientes (empresas emissoras);

e) os procedimentos de *rating* utilizados pela agência (para verificar se a mesma possui procedimentos de rotina para produzir *ratings* críveis e precisos); e

f) se a agência de *rating* possui procedimentos internos para prevenir o uso incorreto de informação sigilosa e se estes procedimentos são cumpridos.

4.3 Por que regular a atuação das agências de rating?

A qualidade dos *ratings* emitidos seria maior, bem como os honorários cobrados menores, caso a indústria de *rating* fosse mais competitiva. Isto poderia ser alcançado com a efetiva regulação do setor. No momento, os maiores prejudicados possivelmente são as agências menores, face às barreiras de entrada (Hill, 2004).

Contudo, a autora levanta ainda a hipótese de que caso o mercado se torne menos concentrado, poderá aumentar a incidência de conflitos de interesse. Uma das possíveis sugestões apresentadas para solucionar este dilema é a certificação anual das agências de *rating*, assegurando que as mesmas estão operando de acordo com procedimentos para evitar os conflitos.

Os critérios utilizados para reconhecimento das agências pelos órgãos reguladores e o uso de *ratings* no arcabouço regulatório são outros dilemas que merecem reflexão. Atualmente, muitas jurisdições, a exemplo dos EUA, utilizam os seguintes parâmetros: garantir a objetividade permanente na metodologia utilizada; independência de influências e/ou pressões externas; credibilidade, não devendo, contudo, ser uma barreira à entrada de

novas agências do mercado de *rating*; transparência; e recursos adequados. A maioria dos reguladores mantém uma relação das agências reconhecidas cujos *ratings* atendem a estes requisitos. Existem também duas áreas do arcabouço regulatório em que o uso de *ratings* é crucial: restrições ao *portfolio* de investimentos em instituições reguladas e estabelecimento de requisitos de capital para divulgação de informações e emissões. Outras questões a serem resolvidas pelos reguladores que utilizam *ratings* em seu arcabouço normativo incluem a ponderação de *ratings* divergentes emitidos por duas ou mais agências e a decisão do grau de corte dos *ratings* requeridos (Reddy, 2000).

4.4 Conseqüências do uso de *ratings* pelos reguladores

Reddy (2000) lista algumas conseqüências do uso de *ratings* por reguladores:

a) os *ratings* emitidos e a análise detalhada que os acompanham ajudam a disseminar informação e promover a transparência no mercado, especialmente entre os pequenos investidores, que de outro modo talvez não tivessem acesso a esta informação.

b) as próprias agências de *rating* acreditam que quando os reguladores exigem o uso de *ratings*, o nível das classificações pode cair, porque cria demanda para as agências menos rigorosas, isto é, os emissores podem tender a procurar as agências mais baratas e com menor nível de exigência para a avaliação.

c) os *ratings* resultantes de exigências regulatórias pode ser ritualístico e até potencializar o risco. Deste modo, os emissores serão classificados por exigência legal e os investidores estarão inclinados a usar isto como um parâmetro para a própria análise, o que em algumas situações poderá potencializar o risco.

d) o uso regulatório de *ratings* pode acarretar sanções oficiais às classificações atribuídas e aos relatórios produzidos pelas agências de *rating*, aumentando, assim a possibilidade de *moral hazard*.

e) quanto mais disseminado o uso de *ratings*, maior será sua demanda, e como conseqüência, maior será a influência das agências de *rating* no mercado de capitais, o que pode alterar a estabilidade do mercado pelo modo como as agências atuam.

f) quando os reguladores exigem os *ratings*, geralmente é baseado na premissa de uniformidade ou padrões de classificação e critérios de classificação de risco por agências distintas, o que nem sempre ocorre.

g) existe uma expectativa, principalmente nos mercados emergentes que os *ratings* por si só podem ser usados como estímulo ao desenvolvimento do mercado de capitais, sem levar em consideração que a obrigatoriedade de *ratings* para emissões de títulos de dívida não são substitutos a um arcabouço regulatório forte, incluindo padrões de transparência, contabilidade e divulgação de informações. Assim, o *rating* constitui apenas um aspecto dos diversos fatores institucionais relacionados ao endividamento de uma empresa.

h) existem também diversos dilemas que o regulador se depara ao utilizar os *ratings*, como a prescrição dos critérios de elegibilidade baseados na reputação da agência de *rating*, tradição / histórico de prestação de serviços, aceitação / reconhecimento pelos participantes do mercado, que somente reforçam a natureza oligopolística deste mercado.

O autor também sugere a adoção de códigos de conduta, de modo a assegurar maior disciplina no mercado. As agências de *ratings* poderiam ser motivadas a divulgar aspectos relevantes de sua instituição, incluindo controle societário e empregados, por exemplo.

Outra sugestão é a divulgação das avaliações e dos resultados internos, bem como a publicação de modo mais claro da metodologia utilizada no processo de classificação de risco. Assim, todo o processo de *rating* poderia ser codificado, desenvolvendo as modalidades de pesquisa e coleta de dados, divulgação de resultados preliminares e explicações detalhadas (Reddy, 2000).

A IOSCO, após consulta pública aberta aos reguladores e participantes do mercado de seus países-membros, implementou um código de conduta para as agências de *rating*, no início de 2005, objetivando a proteção do investidor, a quantificação e medida eqüitativa do risco, transparência e redução do risco sistêmico (Castro, 2004).

V. O CASO BRASILEIRO E PROPOSTAS À REGULAÇÃO

5.1. Breve histórico da atuação das agências de *rating* no Brasil

Segundo Cardoso (2000), a atuação das agências de *rating* no Brasil ganhou impulso a partir da segunda metade da década de 90, sendo que os principais casos de *rating* (além do soberano) envolveram as empresas brasileiras que emitem papéis no mercado internacional e os bancos, especialmente as áreas de *asset management*.

O setor de classificação de risco de crédito surgiu no Brasil no início de 1994, quando da publicação de relatório de risco e *rating* para a primeira emissão estruturada, envolvendo o Grupo Mesbla, em uma operação de financiamento de recebíveis da empresa norte-americana *J. C. Penney*, na qual participou a agência de *rating* brasileira *SR Rating*. (Castro, 2004).

Um ano depois, uma segunda agência brasileira, a *Atlantic Capital*, iniciou suas atividades, especializando-se no segmento bancário. Em 1996, as agências norte-americanas começaram a marcar presença no cenário brasileiro, com a associação da *Duff & Phelps*, a terceira maior nos EUA, à *SR Ratings*. A agência *Standard & Poors* firmou um contrato com a FGV – Fundação Getúlio Vargas, em 1997, que durou pouco, e iniciou suas atividades com um *rating* de risco relativo (o *rating* BR), que não possuía similar ao até então adotado pelo mercado. Também em 1997, a agência anglo-francesa IBCA abriu um escritório em São Paulo e um ano após, a *Moody's* iniciou suas atividades em território nacional. (Castro, 2004).

Já existe, deste modo, um histórico razoável de atividades no Brasil das principais agências internacionais e algumas nacionais independentes ou associadas (como a *Atlantic Rating*, a *SR Rating* e a *Austin Asis*), apesar da atuação das agências de *rating* não estar tão disseminada como nos mercados mais desenvolvidos.

Quanto à participação de mercado atual, o parecer da SDE (2003) no processo de aquisição da *Atlantic Rating* pela *Fitch Brasil Ltda*., relata o *market share* calculado pela SEAE/MF, que utilizou como parâmetro o faturamento auferido pelas empresas em 2002, resultando em torno de 20% para a *Fitch Brasil Ltda*., após a aquisição da *Atlantic Rating*, a *Standard & Poor's* com 61,74%, a *Moody's* com 9,78%, a *Austin Asis* com 4,76% e a *SR Rating* com 3,12%.

5.2 Panorama da legislação atual

Atualmente, as agências de *rating* brasileiras não estão submetidas a exigências legais ou padrões de conduta de nenhum órgão regulador ou associação de classe, apesar de seus produtos estarem previstos em alguns dispositivos legais.

Como não há regulação, as atividades exercidas pelas agências de *rating* não estão sujeitas a qualquer cobrança externa e, assim, essas empresas não podem ser responsabilizadas e punidas, mesmo que gerem danos ao mercado e investidores, como na recente intervenção, em 12 de novembro de 2004, do Banco Santos feita pelo BACEN, que naquele momento estava classificado como nota A (*solidez financeira boa e risco de crédito muito baixo*) pela *Austin Rating*. Apesar de sua classificação ter sido rebaixada no início do ano passado pelas agências *Fitch* e *Standard & Poor's*, a *Austin Rating* somente alterou a nota para CCC (*baixa solidez financeira e risco alto*) no dia seguinte à intervenção.

Cumpre ressaltar que a atuação das agências de *rating* já está prevista e/ou exigida por diversos dispositivos legais, como a Instrução CVM n. 393, de 22/07/2003, que regula os fundos de direitos creditórios (FIDCs) e a Instrução CVM n. 404, de 13/02/2004, que dispõe sobre debêntures padronizadas. Pela Resolução CMN n. 2.829, de 30/03/2001, as entidades fechadas de previdência privada são incentivadas a utilizar a classificação de uma agência de *rating* em operação no Brasil para alocar em seu *portfolio* de renda fixa títulos de baixo risco de crédito.

Neste sentido, Castro (2004) conclui que qualquer empresa que se auto-defina como uma agência de *rating* ou de classificação de risco de crédito, e que seja contratada por um emissor disposto a apresentar esta agência ao mercado, poderá operar como uma agência de *rating*. Uma vez que a CVM e o BACEN não interferem de nenhum modo nas atividades dessas empresas, talvez até pela falta de credenciamento e/ou autorização formal como ocorre com outros serviços de consultoria no mercado de capitais, as empresas auto-denominadas como agências de *ratings*, para realizar suas atividades, não necessitam cumprir nenhum requisito de competência ou capacidade específicos. Os investidores institucionais através de suas entidades representativas também não realizam qualquer verificação quanto à capacidade, independência ou proficiência técnica dessas agências.

Uma das possíveis soluções para a carência de regulação específica para o setor, conforme defendido pela BOVESPA (2004) em seus comentários ao Código de Conduta para Agências de *Rating* proposto pela IOSCO, é o desenvolvimento da auto-regulação. Assim, companhias abertas, bancos de investimento e associações de classe e de investidores deveriam estabelecer requisitos mínimos para uma agência de *rating* ser contratada em uma operação de emissão. Assim, as agências deveriam organizar-se em entidades auto-reguladoras de modo a tornar possível o cumprimento e fiscalização do estabelecido pelo Código.

A BOVESPA entende ainda ser a classificação de risco um "fato relevante", e assim sendo, não deve ser anunciada durante as horas de funcionamento do pregão, garantindo que todo o mercado tenha acesso aos relatórios de *ratings*.

Outra sugestão da BOVESPA é quanto à qualificação profissional dos analistas e envolvidos diretos no processo de *rating*, que necessitam de ampla formação abrangendo conteúdo jurídico, financeiro, econômico e contábil. Assim, a sugestão é que as agências submetam seus empregados, a exemplo do que já ocorre com os analistas de valores mobiliários, a exames de certificação aplicados por instituições independentes.

5.3 A competência da CVM para regular a atuação das agências de *rating*

Para alguns doutrinadores, como Nelson Eizirik[3], a CVM – Comissão de Valores Mobiliários, não é competente para regular sobre as agências de *rating*, uma vez que a Lei nº 6385, de 07/12/1976, que regula o mercado de valores mobiliários, não prevê expressamente a possibilidade da CVM regular este tipo de atividade. O professor Eizirik defende ainda que agências de classificação de risco não poderiam confundir-se com os analistas de mercado nem com os consultores de valores mobiliários previstos no inciso VIII do artigo 1º da Lei nº 6385/76, configurando-se, portanto, um rol taxativo. Deste modo, a CVM somente passaria a ter competência após uma alteração legislativa, o que poderia ainda demorar anos.

Contudo, José G. Brito Filomeno[4] contesta que com uma interpretação teleológica da Lei nº 6385/76, a terminologia "analistas" engloba as agências de *rating*, ou que no mínimo estas poderiam ser equiparadas aos analistas e, assim, a CVM possui competência para regular esta atividade.

---

[3] Palestra proferida na 1ª Reunião da Comissão de Direito Societário / Mercado de Capitais do IBRADEMP – Instituto Brasileiro de Direito Empresarial em 23/11/2004.
[4] No mesmo encontro.

5.4 Outras questões jurídicas acerca da atuação das agências de *rating* no Brasil

O STJ – Superior Tribunal de Justiça e diversos outros Tribunais vêm estendendo a aplicação do CDC - Código de Defesa do Consumidor para o Sistema Financeiro, contudo, a figura do investidor não se confunde com a figura do consumidor. Enquanto que o consumidor encontra-se no final da linha produtiva, o investidor é aquele que movimenta a máquina produtiva, buscando lucro, sem receber produto ou serviço. Portanto, não devem aplicar-se aos consumidores os dispositivos de direito material do CDC, no que tange às relações existentes entre as agências de *rating* e os investidores.

Quanto à responsabilidade civil estabelecida pelo Código Civil, em seu artigo 927, parágrafo único, cabe lembrar que a responsabilidade objetiva surge quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano gerar, em decorrência de sua natureza, riscos para o direito de outrem. Contudo, a aplicação deste parágrafo único às agências de *rating* poderia tornar praticamente inviável a existência deste tipo de atividade, e como conseqüência, poderia haver o enfraquecimento do mercado.

O professor Eizirik defende que melhor seria uma interpretação restritiva da norma e que a responsabilidade civil das agências de *rating* deveria fundamentar-se na verificação dos serviços prestados, bem como na diligência necessária a esta prestação. Assim, as agências de *rating* possuem um dever de meio e não de fim e, portanto, torna-se impossível a caracterização da responsabilidade objetiva. Caso contrário, o custo dos serviços prestados seriam ainda mais elevados, inclusive sob as óticas econômica e jurídica.

Para o professor Filomeno, há também responsabilidade administrativa e a atuação das agências de *rating* pode ser analisada segundo as regras estabelecidas na Lei 6385/76. Em relação à responsabilização penal, o professor defende ainda que o responsável pela agência de *rating* pode ser enquadrado no inciso VII do artigo 2º da Lei nº 1521/51, podendo ser condenado à pena de detenção, pelo prazo de 2 (dois) a 10 (dez) anos.

Por outro lado, o professor Eizirik afirma que não há responsabilidade penal, uma vez que o referido diploma legal pode ser considerado norma penal em branco, e ainda não há Instrução da CVM regendo a matéria. Deste modo, Eizirik ressalta que como é muito recente a presença das agências de *rating* no Brasil, a mera possibilidade de aplicar-se regras de responsabilidade penal e administrativa extensivas aos seus responsáveis poderiam impedir a existência destas empresas.

VI. CONCLUSÃO E SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

6.1 Conclusões

As agências de *rating* e o mercado de investimentos possuem uma relação de quase interdependência e, assim, à exceção de algum enorme escândalo, toda mudança ocorre em ritmo lento e gradual. Contudo, existe espaço para a construção de um arcabouço regulatório específico sobre o tema.

Assim, órgãos reguladores como a CVM, a SUSEP e o Bacen, deveriam melhor acompanhar as atividades desempenhadas pelas agências de *rating*, bem como estimular maior competição entre as mesmas, tendo em vista sua influência e possível impacto no mercado financeiro como um todo.

Este acompanhamento poderia dar-se em duas etapas: primeiro a regulação das atividades ligadas à classificação do risco de crédito, e posteriormente o monitoramento regular das atividades desempenhadas pelas agências de *rating* e dos funcionários responsáveis por este processo, incluindo a possibilidade de realização de exames de certificação.

Uma possibilidade para a regulação imediata pela CVM das atividades desempenhadas pelas agências de *ratings* no Brasil seria através da figura do Consultor de Valores Mobiliários, tendo em vista ser este o modelo adotado pela maior economia mundial, os Estados Unidos da América.

6.2 Sugestões para trabalhos futuros

Como possibilidades de trabalhos futuros, espera-se que esse estudo possa servir de estímulo sobre o tema. Dentro da pesquisa elaborada ficaram algumas percepções que poderiam ser posteriormente exploradas e ampliadas. Neste sentido, a sugestão é que sejam realizadas pesquisas sobre:

a) A responsabilidade das agências de *rating* por sua atuação e possíveis danos por ela gerados, incluindo o estudo sobre a possibilidade de equiparação do investidor à figura de

consumidor e a conseqüente aplicação do CDC a esta relação. Na esfera da responsabilidade civil, qual responsabilidade a ser aplicada? A responsabilidade objetiva do Artigo 927, parágrafo único do Código Civil, ou a responsabilidade subjetiva dependente da prova de culpa e falta de dever de diligência? Poderia haver responsabilidade administrativa e penal?

b) Na esfera do direito processual, quais os mecanismos de responsabilização das agências de *rating*? Poderia haver ação civil pública para defesa dos direitos dos investidores quanto às atividades de *rating*? Quem seria legitimado para propor esta ação? A CVM poderia inclusive ser a autora da ação?

c) Na esfera regulatória, como poderia ser desenhada a regulação das atividades das agências de *rating*, caso desejável?

d) Estudo comparativo da regulação atual incluindo outras jurisdições; e

e) Investigação quantitativa dos *ratings* atribuídos até o presente momento, nas emissões por empresas, através de modelos matemáticos e estatísticos, com o objetivo de avaliar a confiabilidade dos mesmos.

A realização destes estudos poderia enriquecer a discussão do tema, bem como aprofundar e investigar mecanismos que contribuam para uma eventual regulação das atividades prestadas pelas agências de classificação de risco no Brasil.

VII. BIBLIOGRAFIA

AZEVEDO, Simone. *Risco de Credibilidade*. São Paulo: Revista Capital Aberto, ano 2, n. 16, dezembro, 2004.

BARFIELD, Claude E. (org.) *International financial markets: harmonization versus competition*. Washington, E.U.A.: The AEI Press, 1996.

BENJÓ, Isaac. *Fundamentos de Economia da Regulação*. Rio de Janeiro: Thex Ed., 1999.

BOYER, Robert. *A Teoria da Regulação: uma Análise Crítica*. São Paulo: Nobel, 1990.

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

BRUNA, Sérgio Varella. *O Poder Econômico e a Conceituação do Abuso em seu Exercício*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2001.

CARDOSO, Marco Aurélio Santos. *Rating de Crédito: O Papel das Agências Especializadas*. Rio de Janeiro: Cadernos Discentes COPPEAD, n. 1, p.92-104, 2000.

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

COGGINS, Bruce. *Does Financial Deregulation Work?: A Critique of Free Markets Approaches*. Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing Limited, 2002.

CROUHY, Michel, GALAI, Dan e MARK, Robert. *Prototype Risk Rating System.* Journal of Banking and Finance 25 (2001) 47-95.

CZARNITZKI, Dirk e KRAFT, Kornelius. *Are Credit Ratings Valuable Information?* Mannheim, Alemanha: ZEW Discussion Paper No. 04-07, 2004.

DI GIORGIO, Giorgio e DI NOIA, Carmine. *Designing Institutions for Financial Stability*: *Regulation and Supervision by Objective for the Euro Area*. Roma, Itália: Università Luiss Guido Carli, novembro, 2000.

DUARTE, Antônio Marcos Jr. *Global risk management com visão corporativa.* São Paulo: IBMEC. Revista Brasileira de Management, n. 17. p. 14-17. set/out. 1999.

DUARTE, Antônio Marcos Jr; PINHEIRO, Fernando Antônio; JORDÃO, Manuel Rodrigues; BASTOS, Norton Torres. *Gerenciamento de riscos corporativos: classificação, definições e exemplos.* Global Risk Management. São Paulo: 2003.

BRASIL, Haroldo Guimarães. *Endividamento e valor: um estudo de comportamento financeiro da firma*. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 1997. Tese (Doutorado em Economia).

EDWARDS, Franklin R. e PATRICK, Hugh T. *Regulating International Financial Markets: Issues and Policies*. Boston, EUA: Kluwer Academic Publishers, 1992.

ESTRELLA, Arturo. *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*. Basiléia, Suíça: BIS, Working Paper n. 3, 2000.

FARIA, José Eduardo (org.). *Regulação, Direito e Democracia*. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, 2002.

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

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

GITMAN, L. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Harbra, 2001.

GOODHART, Charles, HARTMANN, Philipp, LLEWELLYN, David, ROJAS- SUÁREZ, Liliana e WEISBROD, Steven. *Financial Regulation, Why, How and Where Now?* Londres, Reino Unido: Routledge e Bank of England, 2002.

HILL, Claire A. *Regulating the Rating Agencies*. Georgetown University Law Center: Working Paper n. 452022, publicado na Washington University Law Quarterly, Vol. 82, p. 43, 2004.

IOSCO. *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*. Madrid, Espanha: IOSCO, setembro, 2003.

_____. *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*. Madrid, Espanha: IOSCO, setembro, 2003.

_____. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Madrid: Espanha: IOSCO, outubro, 2004.

JACKSON, Howell Edmunds. *The Role of Credit Rating Agencies in the Establishment of Capital Standards for Financial Institutions in a Global Economy*. Cambridge, Estados Unidos: Harvard Law School, sem data.

JORION, Philippe, LIU, Zhu e SHI, Charles. *Informational Effects of Regulation FD: Evidence from Rating Agencies*. Irvine, Estados Unidos: University of California at Irvine (Graduate School of Management), maio, 2004.

KERWER, Dieter. *Standardising as Governance: The Case of Credit Rating Agencies*. Bonn, Alemanha: MPI Collective Goods Preprint No. 2001/3, 2001.

KRÄUSSL, Roman. *A Critique on the Proposed Use of External Sovereign Credit Ratings in Basel II*. Frankfurt, Alemanha. CFS Working Paper No. 2003/23, 2003

NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 3ª. Ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001.

PARTNOY, Frank. *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*. Washington University Law Quaterly, Vol. 77, n. 3, 1999, p.619-715.

PEREIRA, Marcus Vinícius Soares. *Gerenciamento de risco cambial na FIAT Automóveis S.A. com utilização do Hedge sem caixa.* Dissertação de Mestrado. UFSC, 2003.

RABELO, Flávio e SILVEIRA, José Maria da. *Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras.* Texto para Discussão. IE/UNICAMP n.77, jul. 1999. Campinas.

REDDY, Yaga Venugopal. *Credit Rating : Changing Perspectives.* Palestra proferida na Osmania University Arts College Seminar Hall, Hyderabad, India. 8 de abril de 2000.

ROJAS-SUAREZ, Liliana. *Rating Banks In Emerging Markets: What Credit Rating Agencies Should Learn From Financial Indicators*. Washington, Estados Unidos: Institute for International Economics, Working Paper No. 01-06.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos).* São Paulo: Malheiros Editores, 2001.

SCHWARCZ, Steven L. *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*. Duke Law School: Working Paper n. 18, junho 2001.

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

UNERMAN, Jeffrey e O'DWYER, Brendan. *Enronitis and the Decline of Trust in Capitalist Institutions*. Londres, Reino Unido: King's College London (University of London), novembro, 2002.

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