

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**

**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**REGINALDO PEREIRA DE OLIVEIRA**

**SUPERVISÃO REGULATÓRIA DAS AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO DE  
CRÉDITO NO MERCADO DE CAPITAIS AMERICANO**

**Rio de Janeiro**

**2005**

REGINALDO PEREIRA DE OLIVEIRA

Supervisão Regulatória das Agências Classificadoras de Risco de Crédito no Mercado de  
Capitais Americano

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como requisito para obtenção de certificado de conclusão do curso de especialização em Regulação do Mercado de Capitais.

Orientador: Prof. Dr. Fernando J. Cardim de Carvalho

Rio de Janeiro

2005

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

A Deus, pelo dom da vida.  
À Maria Lúcia, minha esposa,  
E aos meus filhos Regina e Danilo,  
Meus tesouros e minha alegria.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu orientador, Prof. Fernando J. Cardim de Carvalho, pelas notáveis aulas de regulação financeira, e pelos conselhos que me foram dados visando ao aprimoramento desta monografia.

À Comissão de Valores Mobiliários, pela brilhante iniciativa de proporcionar a seus servidores a oportunidade de aperfeiçoamento profissional, por intermédio do convênio com o reconhecido

Instituto de Economia da UFRJ.

“Instrui ao menino no caminho em que deve andar, e até quando envelhecer não se desviará dele” (Provérbios 22:6)

## **RESUMO**

Este trabalho aborda a questão da necessidade de regulação sobre as agências classificadoras de risco de crédito, no âmbito do mercado de capitais americano. Primeiramente, expomos um breve histórico do desenvolvimento do mercado de títulos de dívida na Europa e nos Estados Unidos, culminando na criação da primeira agência de *rating*. Abordamos, também, a evolução da divulgação de informações aos investidores no mercado de capitais, passando pela criação da Securities and Exchange Commission (“SEC”), órgão regulador do mercado de capitais americano, e o início de sua supervisão sobre as agências de *rating*. Fizemos um resumo dos recentes escândalos financeiros, em que abalaram a confiança do investidor no mercado de capitais americano, e das medidas tomadas pelos legisladores e reguladores daquele País, objetivando retomar a confiança do investidor. Finalmente, apresentamos a conclusão, em que apontamos algumas medidas, que em nosso entendimento, deveriam ser adotadas pelo órgão regulador americano, visando propiciar um ambiente mais seguro aos participantes do mercado de capitais.

## **LISTA DE SIGLAS**

CVM — Comissão de Valores Mobiliários

IOSCO — International Organization of Securities Commissions

NRSRO — Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

SEC — Securities and Exchange Commission

## 1.INTRODUÇÃO

### 1.1. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Este trabalho tem por escopo avaliar a necessidade de supervisão governamental sobre a atividade das agências classificadoras de risco de crédito (“agências de *rating*”), no âmbito do mercado de capitais. Como base dessa avaliação, estudamos a atuação da SEC sobre as referidas agências no mercado de capitais americano. Portanto, este trabalho está delimitado àquele mercado.

Não obstante a delimitação do estudo ao mercado de capitais americano, cabe destacar que a preocupação com a atuação das agências de *rating* no mercado de capitais é global. O colapso das gigantes Enron e WorldCom nos Estados Unidos e da Parmalat na Europa, cujas classificações de risco de crédito eram consideradas “grau de investimento” poucos dias antes de se declararem em situação de *default*, provocou reação imediata de investidores e de alguns organismos internacionais.

Recentemente, a IOSCO aprovou, após receber comentários de todos os interessados na matéria, o seu Código de Conduta aplicado às Agências de *Rating*, objetivando proporcionar uma melhor proteção aos investidores, a adoção de práticas equitativas, a disponibilidade de mercados eficientes e transparentes, e a redução do risco sistêmico. Tiveram participação especial na feitura desse documento as agências de *rating*, o Comitê de Basileia de Supervisão Bancária e a Associação Internacional de Supervisores da Indústria de Seguros.

### 1.2. A ORIGEM DAS AGÊNCIAS DE *RATING*

A três maiores agências de *rating* do mundo são a Standard & Poor's, também conhecida pela forma abreviada de S & P, a Moody's e a Fitch. Abaixo, exporemos uma breve história sobre o nascimento das agências de *rating* em geral, e em especial dessas três.

É atribuído a John Moody o primeiro *rating* de um título de dívida nos Estados Unidos, em 1909. Exatamente três séculos antes, em 1609, ocorria a revolução no sistema financeiro doméstico holandês e internacional pela invenção das ações ordinárias — aquelas da Companhia das Índias Orientais, que seria a primeira sociedade anônima; ao mesmo tempo, a criação do Wisselbank ou Banco de Amsterdan, um protótipo de banco central. Em 1609, a Holanda já tinha, há algumas décadas, um mercado de títulos de dívida governamental. Depois disso, em pouco tempo, a Holanda tinha os principais componentes de um sistema financeiro moderno: crédito público forte, moeda estável, elementos de um sistema bancário, e um mercado de títulos e valores mobiliários. A Holanda veio a se tornar a economia líder no século dezessete.

Em 1688, a Inglaterra usou do mais inusitado meio para ultrapassar a Holanda, em matéria de economia: convidou o líder holandês William de Orange para ser seu rei! William trouxe consigo experientes financistas e, em pouco tempo, a Inglaterra tinha todos os elementos-chaves para um moderno sistema financeiro. De fato, veio a primeira revolução industrial, e ela tornou-se líder da economia mundial nos séculos dezoito e dezenove.

Um século depois, nos primeiros anos da independência americana, Alexander Hamilton, o maior conhecedor das condições financeiras alcançadas por Holanda, Inglaterra, e também França, e mirando-se em seus exemplos, trabalhou duro como primeiro secretário do tesouro americano para estabelecer, em um tempo ainda mais curto, um sistema financeiro forte (1789 – 1795). De fato, os Estados Unidos, essencialmente um país quebrado antes de 1789, começaram a apresentar, a partir de 1795, finanças públicas fortes, dólar estável, um sistema bancário, um banco central e um mercado de títulos e valores mobiliários espalhado por diversas cidades. E assim como os holandeses foram sucedidos pelos ingleses na liderança da economia e das finanças, os americanos começavam a despontar como liderança preeminente no final do século dezenove e início do século vinte.

Esta breve descrição da história da liderança financeira no cenário mundial indica que a classificação de risco de títulos de dívida, uma invenção do século vinte, apareceu bem tarde. À

época do aparecimento do *rating* de títulos de dívida, por John Moody, em 1909, os investidores holandeses já compravam tais títulos há três séculos, os ingleses por dois séculos, e os americanos por um século, todos sem o benefício dos serviços prestados por uma agência de *rating*. Por quê?

Para responder a essa pergunta precisamos compreender o que os investidores esperam quando eles compram títulos de dívida. Um título de dívida é, em essência, um contrato. De um lado o investidor, que adquire o título emprestando os seus recursos financeiros; de outro lado o tomador dos recursos ou empréstimo, prometendo devolver ao investidor os recursos obtidos, segundo um esquema de pagamentos futuros, incluindo principal e juros, dentro de um determinado prazo. Assim, a expectativa do investidor é receber seu dinheiro de volta acrescido de juros. É nesse contexto que as agências de *rating* se inserem. Elas alegam que suprem os participantes do mercado de capitais com informações valiosas, como a **indicação da capacidade de o emitente do título honrar sua dívida, e a qualidade do título emitido**.

Para responder a questão concernente à tomada de decisão dos investidores, antes do aparecimento das agências de *rating*, precisamos examinar a atuação de três participantes históricos. O primeiro deles é a agência de relatório de crédito, que não se confunde com a agência de classificação de risco de crédito. O segundo é a publicação especializada em assuntos financeiros. E o Terceiro é o banco de investimento. Em essência, a agência de *rating* criada por John Moody, em 1909, representava a comunhão dessas três funções desempenhada por esses participantes que a antecederam.

As agências de relatório de crédito — quando a maioria dos negócios era local, como nas décadas iniciais da história americana, transações entre pessoas conhecidas eram normais. À medida que as transações expandiram-se, tanto em escala como geograficamente, a necessidade de informações sobre fornecedores e clientes, de que um homem de negócios demandava aumentava significativamente, dado o desconhecimento sobre o passado dessas pessoas. No começo, cartas de recomendação de uma pessoa conhecida eram suficientes. A pessoa que recomendava era, normalmente, alguém conhecido do homem de negócios, que, em alguma ocasião, já tivesse realizado negócios com ele; ou ainda, um respeitado membro das recém-criadas (à época) câmara dos fornecedores ou dos consumidores, normalmente um banqueiro ou um advogado.

Por volta de 1830, com a expansão ainda maior na escala dos negócios e também geograficamente, surgiram as agências de relatório de crédito **especializadas**. Elas tinham uma espécie de banco de dados sobre a credibilidade de consumidores e clientes, principalmente no ramo de grãos secos e tecidos. Tinham, também, uma rede de agentes espalhados pelos Estados Unidos que vendiam essas informações. Naquela época destacou-se a “Merchantile Agency” de Nova Iorque, que em 1859 tornou-se “R.G. Dun and Company”. A agência tinha entre seus clientes: vendedores, importadores, industriais, banqueiros e companhias de seguro. A base de clientes cresceu de 7.000, em 1870, para 40.000 em 1880, e por volta de 1900 seu relatório cobria mais de um milhão de negócios.

Em 1849, John Bradstreet, de Cincinnati, fundou uma empresa similar, e em 1933 a Dun e a Bradstreet fundiram-se para formar a “Dun & Bradstreet”. Em 1962, a “Dun & Bradstreet” adquiriu a “Moody’s Investors Service”, a **agência de *rating* criada por John Moody em 1909**. Apesar de prestarem serviços intimamente ligados — o relatório de crédito e a classificação do risco de crédito — elas, aparentemente, trabalham como organizações independentes.

Publicação especializada em assuntos financeiros — As companhias ferroviárias foram o primeiro grande negócio da América e talvez do mundo, no sentido de porte do empreendimento, operando em larga expansão geográfica e empregando um enorme gama de profissionais. A primeira companhia foi a “Baltimore and Ohio”, a qual começou em 1828. Em 1832, a indústria ferroviária era coberta por uma publicação especializada, “The American Railroad Journal”. O periódico começou a atrair investidores quando Henry Varnum Poor (1812 – 1905) tornou-se seu editor. Poor reunia e publicava sistematicamente informações sobre as companhias ferroviárias, tais como seus ativos, suas dívidas e seus ganhos durante o período em que esteve à frente da publicação, entre 1849 – 1862. Depois da guerra civil americana, Poor e seu filho abriram uma empresa para publicar o “Manual of the Railroads of the United States”, um anuário cujo primeiro volume surgiu em 1868. O manual continha estatísticas financeiras e operacionais, cobrindo vários anos de atividade das maiores companhias ferroviárias americanas. Foi largamente reconhecida como a fonte mais autorizada de informações sobre companhias ferroviárias por diversas décadas.

Depois da morte de Poor, em 1905, e depois que John Moody começou a operar a sua agência de *rating* de títulos de dívida emitidos por companhias ferroviárias, a companhia de Poor entrou, em 1916, no negócio de *rating*, uma conseqüência natural do crescimento da prestação do

serviço de informações operacionais e financeiras compiladas e vendidas por ela. Em 1941, a Poor fundiu-se com a “Standard Statistics”, uma outra companhia de *rating* e divulgação de informações ao mercado, para formar a conhecida **Standard & Poor’s (S&P)**. Em 1960, a S&P foi adquirida pela McGraw Hill, — uma companhia gigante do ramo editorial.

Os Bancos de Investimento — eram as instituições financeiras intermediárias que compravam e distribuíam títulos e valores mobiliários de emissão das companhias ferroviárias. Eram, necessariamente, *insiders*, pois colocavam suas reputações em jogo a cada negócio. Eles sustentavam que os emissores desses títulos e valores disponibilizavam todas as informações relevantes relativas às operações da companhia emissora, e isso continuamente. Algumas vezes eles tinham um representante com assento na administração das companhias. Dessa forma eles podiam acompanhar de perto as decisões da administração e monitorar a execução de seus planos de negócios.

Como intermediário financeiro, os bancos de investimento tinham acesso aos provedores de capital fora dos Estados Unidos, por intermédio de uma vasta rede de afiliadas, freqüentemente internacional, em que a reputação dos bancos era extremamente relevante. Elas ficavam principalmente em Londres e Paris, onde os títulos americanos eram apresentados e ofertados aos investidores europeus.

Os antigos bancos de investimento tinham dificuldade de entender uma coisa: por que o papel desempenhado por eles de monitorar ativamente o plano de negócios de uma companhia vinha causando suspeita entre os investidores de um crescente domínio desses bancos sobre as corporações? Uma vez que eles vendiam os títulos para seus clientes investidores, eram suficientes as suas reputações. Por que tanta preocupação dos investidores com esse trabalho desenvolvido por eles? O que eles não percebiam era que, com o crescente número de investidores, a demanda por informação era cada vez maior. A questão era: por que todos os investidores não têm acesso às mesmas informações que os bancos de investimento têm? Essa questão foi tão relevante, e ainda o é, que nos anos 30 — década de criação da SEC — foram criadas leis e regulamentos obrigando os intermediários e as emissoras dos títulos e valores mobiliários a darem aos investidores um nível de informações ainda não experimentado por estes. De fato, essa mudança de comportamento viria a enfraquecer o papel dos bancos de investimento como certificadores de qualidade dos valores mobiliários distribuídos por eles. Além disso, tal mudança, ainda viria provocar redução em seus lucros.

Àquela época, John Moody já estava atendendo à demanda dos investidores, com informação de qualidade prestada por sua agência de *rating*, em especial das companhias ferroviárias. Outras agências também passaram a prestar o mesmo tipo de serviço financeiro. Assim, verificou-se a transferência da reputação dos intermediários financeiros, no que se refere à colocação pública de títulos de dívida corporativa, para as agências de *rating*.

Dentre essas outras agências criadas à época, prestando o mesmo tipo de serviço financeiro, destacou-se a agência **Fitch Ratings**. Fundada em 1913, por John Knowles Fitch, a Fitch Publishing Company prestava, inicialmente, serviços de estatísticas financeiras, tendo como um de seus principais clientes a Bolsa de Valores de Nova Iorque. Em 1924, a Fitch introduziu no mercado a familiar escala de notação de *rating* (“AAA” a “D”), em resposta à crescente demanda por análise financeira independente da qualidade de títulos e valores mobiliários emitidos pelas companhias existentes à época.

A Fitch tem experimentado um crescimento fantástico nas últimas décadas, através de aquisições de outras concorrentes. Em 1997 fundiu-se com a IBCA Limited, uma agência de *rating* baseada em Londres. Desse modo tornou-se subsidiária integral da Fimalac S.A., um grupo financeiro sediado em Paris, França, uma vez que a IBCA tinha sido adquirida pela Fimalac em 1992. Atualmente a Fitch tem duas matrizes: uma em Nova Iorque e outra em Londres.

## 1. A ATUAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE *RATING* NO MERCADO

### 1.1. OS RISCOS DO MERCADO E AS AGÊNCIAS DE *RATING*

Os mercados financeiros desempenham uma função essencial para a economia. Eles canalizam fundos de pessoas que poupam para aquelas que querem produzir. Assim, eles criam enormes ganhos de eficiência no uso do capital. Indubitavelmente, as riquezas das nações dependem fortemente da capacidade dos mercados financeiros em prover crédito. O problema fundamental que tem de ser resolvido é descobrir qual o risco envolvido na alocação de recursos dos investidores no uso produtivo do capital. É o chamado risco de crédito. Técnicas têm sido desenvolvidas para resolver este problema, entretanto, a teoria econômica da regulação financeira destaca dois problemas que não podem ser resolvidos pelos próprios mercados financeiros: (i) informação confiável que permita aos investidores estimar a credibilidade de futuros devedores quase não existe no mercado; e (ii) os mercados financeiros estão expostos ao chamado **risco sistêmico**, que em geral é a perda de confiança dos participantes do mercado, quase sempre disparada por uma crise de liquidez local. O primeiro problema está ligado à perda de liquidez, mas o segundo é uma ameaça ao mercado financeiro como um todo. Ambos os problemas são objeto de intervenção governamental. O primeiro problema é resolvido pela regulação, através de normas baixadas por reguladores relativas à quantidade e à qualidade da informação. Já os efeitos externos de uma crise financeira são tratados por medidas tais como adequação de capital a determinados padrões mínimos e outros tipos de regulação.

Sob condições de globalização, o sucesso da regulação é menos provável. Os participantes do mercado são forçados pela competição internacional a fazerem uso de crescentes inovações para reduzirem a barreira regulatória. A regulação política dos mercados financeiros é desafiada cada vez mais pelo crescimento dinâmico gerado pela globalização. Isto certamente conduz a taxas mais altas de inovações de produtos financeiros, por exemplo, novos derivativos. Essa

reestruturação da indústria de intermediação financeira, com lançamentos de novos produtos, quase sempre ignora os efeitos adversos futuros a serem gerados por estes produtos.

Estes problemas suscitam a questão de como, efetivamente, funciona a administração dos mercados financeiros em um ambiente globalizado. Uma das soluções para esse problema são as agências de *rating*. Elas produzem expertise que permite aos investidores ter uma melhor estimativa dos riscos envolvidos em seus investimentos.

## 1.2. O QUE FAZ UMA AGÊNCIA DE *RATING*?

Agências de *rating* de crédito são empresas prestadoras de serviços financeiros que determinam o risco de crédito inerente a um específico título ou valor mobiliário. Em outras palavras, elas suprem um investidor que quer comprar um título, seja ele governamental ou de empresas privadas, com uma estimativa da probabilidade de recebimento dos recursos investidos. Isto vai depender, precipuamente, da capacidade de um tomador de empréstimo em gerar fluxos de caixa suficientes para pagar principal e juros ao investidor. O risco de crédito é assinalado por marcas, normalmente letras, tanto para o emissor quanto para o título emitido. Elas variam de “AAA”, conhecido no mercado como *triple A* — risco de crédito virtualmente zero — até “D” de Default — incapacidade de pagamento das obrigações. Essa escala é usada pelas principais agências de *rating* do mundo, com diferenças pequenas entre elas. *Ratings* mais altos são sempre melhor que os mais baixos, em termos de capacidade de pagamento de obrigações. Entretanto, *rating* mais alto de um título não significa, necessariamente, que ele é melhor para o investidor que um título de *rating* mais baixo. Regra geral, os títulos com *rating* mais baixo remuneram o investidor com taxas mais altas. Portanto, essa questão de um título ser melhor que outro vai depender sob que ótica o investidor está olhando; se da qualidade ou da remuneração. Cabe ressaltar, no entanto, que as agências de *rating* julgam a probabilidade dos juros serem pagos de acordo com o contrato, na data prevista, mas não com relação ao principal. Um *triple A* apenas informa que o principal será pago, mas não diz quando.

### 1.3. O PROCESSO DE *RATING*

A atribuição de um *rating* é um processo complexo. Normalmente a agência de *rating* é abordada por um participante do mercado que planeja captar recursos via emissão de títulos de dívida no mercado de capitais. Em seguida, a agência de *rating* faz uma profunda análise do interessado, em geral sociedades anônimas de capital aberto. Isto envolve análise de documentação pública e confidencial, além de entrevistas com os membros da administração. Uma vez coletadas e analisadas todas as informações, a agência de *rating* chega a uma conclusão. Esta conclusão é comunicada ao interessado. Se ele discordar do resultado, pode complementar a agência de *rating* com informações adicionais, no sentido de modificar o grau obtido. Este recurso pode dar margem à manipulação, no entanto, há razões para acreditar que a nota atribuída pela agência de *rating* não seja a esperada pelo interessado. É comum esse *stress* no processo de atribuição de *rating*, uma vez que quanto mais baixo a nota atribuída mais juros deverão ser pagos pelo emitente do título de dívida. Além disso, alguns mercados são fechados. Por exemplo, os Fundos de Pensão só podem investir em companhias classificadas como *triple A*.

### 1.4. OS CRITÉRIOS PARA APURAÇÃO DO *RATING*

O processo de determinação de um *rating* nos leva a seguinte pergunta: como uma agência de *rating*, de fato, chega a uma decisão sobre o risco envolvido em uma emissão de títulos? Bem, o risco de default não é um fator isolado, dado somente pelas condições de pagamento da tomadora de empréstimo. Em realidade, as agências de *rating* levam em consideração o setor da economia no qual a tomadora de empréstimos está inserida, e, mais importante ainda, o país em que ela está localizada.

O risco-país traduz a probabilidade à qual um país entrará em default em relação a sua dívida externa. A análise do risco-país é uma tentativa de prever o futuro de políticas econômicas

levando-se em consideração os aspectos gerais do sistema político local. A idéia básica do risco setorial é analisar a probabilidade de default, tendo em vista a competição no setor econômico no qual uma companhia está inserida. E o risco intrínseco da companhia considera a sua estratégia de negócios e a sua saúde financeira.

### 1.5. O USO DOS *RATINGS*

Historicamente, o uso dos *ratings* de crédito tinha o objetivo de informar os investidores não-sofisticados sobre credibilidade de emissoras de títulos de dívida, uma vez que eles não tinham expertise para realizar tal classificação. Com o passar do tempo, entretanto, os *ratings* de crédito passaram a ter diferentes usos. Agora, eles também são usados por investidores sofisticados como importante fonte de informação para suplementar suas próprias análises. As emissoras de títulos, também, as usam como parte geral de suas estratégias financeiras, visando reduzir seus custos de captação. Porém, o mais novo e importante uso dos *ratings* de crédito tem sido a adoção por parte de reguladores dos mercados financeiros na **supervisão prudencial**, visando **minimizar o risco para os investidores e o risco sistêmico**. Regra geral, as notas atribuídas pelas principais agências de *rating* são divididas em “grau de investimento” e “investimento especulativo”. A título de exemplo do uso por reguladores de mercados financeiros, podemos citar:

- Em 1936, os bancos nos Estados Unidos eram proibidos de manter em suas carteiras títulos especulativos;
- Em 1993, o Comitê de Basiléia sobre Supervisão Bancária propôs que os bancos comerciais mantivessem capital extra para seus investimentos especulativos.

Assim, ao serem referidos por reguladores dos mercados financeiros, os *ratings* de crédito têm-se tornado um padrão quase oficial. Eles, efetivamente, interferem na capacidade de um país ou companhia acessarem os mercados financeiros.

## 1.6. O PODER DAS AGÊNCIAS DE *RATING*

Desde o início dos anos 80, as agências de *rating* ocupam uma posição central no sistema de alocação de recursos. Duas bem conhecidas tendências são responsáveis por isto: a **desintermediação e a globalização**.

Tradicionalmente, os bancos tinham um papel central na alocação de recursos. Eles obtinham dos depósitos e emprestavam. Atuavam interferindo diretamente nas duas pontas, ditando remuneração aos primeiros e juros aos últimos.

Porém, o papel dos bancos vem mudando com a expansão dos mercados financeiros. Depositantes agora escolhem fundos mútuos, os quais eles obtêm ações ou quotas, em lugar dos bancos. Do mesmo modo, os tomadores de empréstimos emitem títulos de dívida, como debêntures, por exemplo, ou, ainda, emitem ações. O relacionamento entre os depositantes e os bancos está sendo substituído por uma relação abstrata entre uma enorme gama de emissores de títulos e aplicadores de recursos. Esta mudança de bancos para mercados conduz a uma crescente importância das agências de *rating*.

A segunda tendência que fez crescer a importância das agências de *rating* foi a globalização. Durante a guerra fria os governos tinham um importante papel na alocação de recursos. No entanto, o papel central dos governos está decrescendo pela tendência global de integração dos mercados financeiros. Os fundos de investimentos agora investem diretamente em qualquer lugar do planeta. Essa relação de crédito é também definida pelas agências de *rating*. Elas não somente determinam o *rating* da emissora de título como também estabelecem o risco-país, um importante aspecto a ser considerado em qualquer investimento internacional.

Em suma, as agências de *rating* fazem a diferença. Os investidores, de fato, mudam suas decisões de investimento se as agências de *rating* mudam suas notas. A propósito, citaremos abaixo dois casos que demonstram esse poder e influência.

O primeiro ocorreu em 1991, ano em que a General Motors apresentou pesadas perdas, anunciando que cortaria 74.000 postos de emprego. Uma das razões daquela drástica reestruturação era a ameaça de redução de seu *rating* pelas agências, com conseqüente aumento

dos custos de captação de recursos. Entretanto a General Motors não conseguiu evitar a redução de *rating* corporativo, depois que se descobriu o tamanho dos passivos atuariais e de benefícios médicos. Por fim, a General Motors foi forçada a captar recursos a um custo mais alto via empréstimos bancários.

O segundo atingiu um emissor de títulos públicos, no caso o município de Detroit, nos anos 90. Naquela época, Detroit era uma das cidades americanas cuja prefeitura estava em grande dificuldade, devido ao declínio da indústria automobilística. Para tentar evitar redução em seu *rating*, a prefeitura da cidade implantou um programa de extrema austeridade fiscal. De nada adiantou. As agências de *rating* atribuíram *rating* ao município de Detroit abaixo do grau de investimento, tendo em vista o declínio da população, e conseqüente redução da base de cálculo dos impostos.

## 2. REGULAÇÃO E AS AGÊNCIAS DE *RATING*

### 2.1. O INÍCIO DA REGULAÇÃO

Durante os últimos trinta anos, reguladores, inclusive a SEC, têm incrementado o uso do *rating* de crédito para ajudar a monitorar os investimentos mantidos por entidades reguladas, bem como com o propósito de prover uma estrutura apropriada de transparência de informações dos títulos e valores mobiliários de diferentes riscos. Desde 1975, a SEC tem usado oficialmente os *ratings* das agências classificadoras de risco de crédito mais reconhecidas no mercado, em suas regras no mercado de capitais. Estas agências de classificação de risco de crédito são denominadas pela SEC como NRSRO — “Nationally recognized statistical rating organizations.” Atualmente há quatro agências reconhecidas pela SEC como tal: Standard & Poor’s, Moody’s, Fitch e Dominion. Esta última, a Dominion Bond Rating, recentemente aceita pela SEC como uma NRSRO, é uma agência canadense especializada em classificar o risco de crédito de notas promissórias comerciais, debêntures e operações de securitização. O reconhecimento dessas agências como uma NRSRO se dá através um processo conhecido como “no-action letter”. É um documento oficial emitido pela SEC atestando ao interessado que ele não sofrerá qualquer tipo de fiscalização, no âmbito do mercado de capitais pelo desenvolvimento da sua atividade. Seria algo equivalente, na CVM, a uma consulta feita à Autarquia por um participante do mercado de capitais, no sentido de obter dela um documento oficial permitindo o desenvolvimento de uma atividade específica não regulamentada em qualquer Instrução baixada pela Autarquia. Tem o objetivo de dar conforto ao interessado de que não será alvo de investigação ou de acusação pelo exercício da atividade que expôs ao regulador. Isto não significa dizer que se ele agir à margem da lei não sofrerá apenação, mas, somente permite agir dentro da atividade submetida à apreciação do órgão regulador e aprovada por este.

Embora o termo NRSRO tenha sido originalmente usado pela SEC apenas para efeitos de sua regulação, hoje em dia, ele é largamente utilizado na legislação federal e estadual, e em

regulamentos emitidos por outros reguladores do mercado financeiro, como por exemplo, o regulador dos fundos de pensão.

Atualmente, a SEC e o Congresso americano têm revisado uma série de questões relativas às agências de *rating*, em particular, a necessidade de uma maior supervisão regulatória sobre elas. Em 1994, a SEC colocou em audiência pública uma proposta de Instrução, solicitando comentários do público, visando estabelecer procedimentos formais para reconhecimento e monitoramento das atividades das agências de *rating*. O resultado daquela audiência conduziu a uma proposta de Instrução que, entre outras coisas, definia com mais precisão a expressão NRSRO. No entanto, a proposta nunca saiu do papel.

## 2.2. O USO REGULATÓRIO DOS *RATINGS* DE CRÉDITO

O termo NRSRO foi originalmente adotado pela SEC em 1975, somente com o objetivo de minimizar a exposição do capital social das corretoras, por intermédio de estabelecimento de graus diferentes de investimento em títulos de dívida corporativa. A proposta desses cortes era manter uma margem de segurança contra perdas nas posições mantidas por esses regulados em valores mobiliários. As principais perdas seriam as decorrentes de flutuações de preço no mercado secundário e a eventual ausência de liquidez. A SEC, então, determinou que fosse apropriado aplicar linhas de corte nas posições mantidas pelas corretoras. Parte dos investimentos teria de ser direcionada a títulos classificados em “grau de investimento”, que, geralmente flutuam menos em preço e são mais líquidos, ao contrário dos títulos de “grau especulativo” que sofrem grandes variações de preço e podem ter liquidez reduzida. A SEC exigia que a classificação do risco dos investimentos devesse ser emitida por uma agência de *rating*, desde que essa agência fosse “reconhecida nacionalmente”, para assegurar que suas classificações tivessem credibilidade entre os participantes do mercado.

Com o passar do tempo, a confiança nessas agências cresceu incrivelmente, tanto para os reguladores do mercado financeiro como para os participantes desse mercado. Hoje, como já falamos, o termo NRSRO é utilizado amplamente por diversos reguladores, e até mesmo pelo Congresso Nacional ao baixar leis.

### 2.3. O PROCESSO DE RECONHECIMENTO DE UMA NRSRO

Em 1975, quando o termo NRSRO foi utilizado pela primeira vez, a SEC determinou que as classificações de risco emitidas pelas agências Standard & Poor's, Moody's e Fitch eram **nacionalmente reconhecidas**, e que essas agências deveriam ser consideradas NRSRO para efeitos da regra de capital líquido aplicada aos seus regulados. Outras agências também obtiveram da SEC o reconhecimento como uma NRSRO, mas, ao longo dos anos, foram adquiridas por uma das três maiores, principalmente a agência Fitch. Conforme citado anteriormente, esse reconhecimento era dado através de emissão de uma “no-action letter”.

Inicialmente, não havia padrões específicos para determinar quais agências de *rating* eram nacionalmente reconhecidas. A SEC preferia tratar a questão caso a caso. Mas, após a concessão da “no-action letter”, a SEC desenvolvia uma série de critérios objetivos para avaliar o reconhecimento nacional da agência de *rating*.

Como vimos acima, o primeiro e mais importante critério que a SEC considera para enquadrar uma agência de *rating* como uma NRSRO é que ela seja reconhecida nacionalmente nos Estados Unidos como uma fonte de credibilidade e de emissão de *ratings* confiáveis pelos principais investidores em títulos e valores mobiliários. Os técnicos da SEC também avaliam a capacidade operacional e a confiabilidade de cada agência de *rating*. Esta avaliação inclui: (i) a estrutura interna organizacional da agência de *rating*; (ii) a estrutura financeira organizacional, para verificar, principalmente, se ela é capaz de operar independentemente das pressões econômicas ou das companhias que ela classifica; (iii) o tamanho e a qualidade do corpo técnico da agência, com o objetivo de avaliar se ela é capaz de totalmente e competentemente avaliar as emissoras de títulos de dívida; (iv) a independência, a qualquer nível, das agências, em relação às companhias que ela classifica; (v) os procedimentos internos das agências, para verificar se ela tem rotinas estabelecidas e bem assimiladas pelos seus técnicos, de modo que produzam *ratings* precisos e confiáveis; e, finalmente, (vi) se a agência tem rígidos procedimentos internos para não permitir o vazamento de informações não-públicas, e se tais procedimentos são efetivamente seguidos.

## 2.4. QUESTÕES ATUAIS SOBRE O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE *RATING*

Em janeiro de 2002, o comitê de negócios governamentais do Senado dos Estados Unidos lançou uma ampla investigação sobre o colapso da Enron, focando, principalmente, no papel que os agentes privados e estatais poderiam ter tido para prevenir os problemas da Enron ou detectá-los com antecedência. Em março de 2002, o Comitê do Senado abriu audiência pública intitulada “Classificando o risco dos classificadores de risco: Enron e as agências de *rating*”. A audiência era focada no papel das agências de *rating* no colapso da Enron. A audiência objetivava saber o porquê das agências de *rating* continuarem a classificar a Enron como grau de investimento em até quatro dias antes de ela se declarar “quebrada”, e também estabelecer condições para que surpresas como a da Enron pudessem ser evitadas no futuro. As principais preocupações eram (i) o grande poder que as agências de *rating* exerciam sobre o mercado financeiro; (ii) o acesso dessas agências a informações privilegiadas; (iii) a aparente falta de cuidado e diligência no caso da situação da Enron; e (iv) a limitadíssima supervisão regulatória sobre essas agências de *rating*.

O primeiro painel da audiência foi composto por três analistas seniores da Enron, um de cada agência de *rating* — S & P, Moody’s, e Fitch. Eles relataram que as agências de *rating* dependiam de informações fidedignas fornecidas pelos administradores da Enron, bem como por outras pessoas, como, por exemplo, auditores independentes. Ficou evidente, para eles, que a Enron fornecia informações falsas, além de omitir outras, acarretando, em consequência, uma classificação de risco distorcida da realidade.

O segundo painel foi composto por dois acadêmicos de renomadas escolas de direito americanas; o presidente de uma empresa de pesquisa do mercado financeiro especializada em crédito e um diretor da SEC. Um dos acadêmicos via as agências de *rating* como uma provedora de informações bastante limitadas, de pouca utilidade e intempestivas sobre a credibilidade das companhias nos mercados atuais, sugerindo, ainda, que o Congresso deveria instruir as principais autoridades do mercado financeiro a abandonar o uso de *rating* de crédito na regulação. O outro acadêmico, no entanto, embora descrente quanto à habilidade do governo em regular as agências

de *rating* no sentido de aprimorar a performance dessas agências, entendeu que alguma forma de regulação era necessária.

O representante da empresa especializada em pesquisa de crédito no mercado financeiro manifestou-se no sentido de que a SEC deveria continuar a usar a designação NRSRO, porém deveria estabelecer claros critérios para reconhecer uma agência de *rating* como tal. O diretor da SEC relatou a origem do uso da designação NRSRO pela SEC, tentativas anteriores no sentido de aperfeiçoar a regulação sobre as agências de *rating*, e a intenção de realização de um estudo minucioso sobre o papel dessas agências no mercado de capitais americano.

Em outubro de 2002, após ouvir diversos participantes do mercado financeiro, o Congresso Americano, por intermédio do comitê de negócios governamentais do Senado, emitiu um relatório técnico intitulado: “Supervisão Financeira da Enron: O Papel da SEC e do Setor Privado”. Neste relatório continha, dentre outras informações, a atuação das três maiores agências de *rating* nos anos que antecederam o colapso da Enron. O relatório enfocou as falhas das agências de *rating* em prevenir, ou pelo menos alertar o mercado a respeito da iminente quebra da Enron.

A leitura do relatório demonstrou que as agências de *rating* falharam no uso de seus poderes e acesso a informações, mostrando a falta de diligência no serviço em que são especializadas, resultando em uma avaliação equivocada da Enron. Elas não questionaram a fundo os números da Enron. Muitas vezes aceitaram as informações dadas por administradores da Enron; também não consideraram suficientemente fatores que afetam a credibilidade de longo prazo da Enron, como, por exemplo, irregularidades contábeis e, sobretudo, a existência de estruturas financeiras complexas. Finalmente, o relatório mostrou que as agências de *rating* são sujeitas a pouca, ou nenhuma, supervisão ou regulação formal. Suas responsabilidades são muito limitadas.

Como resultado, o relatório técnico continha recomendações para que a SEC, em conjunto com outras agências governamentais que adotam o conceito de NRSRO em suas regulações, estabelecessem condições específicas para definir uma agência de *rating* como uma NRSRO, de modo que a confiança do público investidor nas classificações de riscos emitidas por essas agências não viesse a se deteriorar. Essas condições deveriam incluir: (i) padrões e considerações adotadas pelas agências de *rating* para chegarem aos seus *ratings*; (ii) elevados padrões de treinamento para os analistas de *rating* de crédito.

Paralela à iniciativa do Senado americano, entrava em vigor no ano de 2002 a Lei Sarbanes-Oxley, cujo nome homenagiava os autores da mesma. O principal propósito da criação desta lei era assegurar a integridade do mercado de capitais americano e restaurar a confiança do investidor devido aos recentes escândalos financeiros — Enron, WorldCom, e um pouco mais adiante a Parmalat na Europa. Todas elas eram classificadas como “grau de investimento” pelas agências de *rating* um pouco antes de o mercado ficar sabendo de seus sérios problemas financeiros.

A seção 702 da referida lei requeria que a SEC conduzisse um estudo do papel e função das agências de *rating* de crédito no âmbito do mercado de capitais, e o submetesse ao Presidente dos Estados Unidos, ao Comitê de Serviços Financeiros do Congresso Americano, e ao Comitê de Negócios Bancários, Imobiliários e Urbanos do Senado. O prazo para apresentação de tal relatório era até janeiro de 2003. Entre outras coisas, a Sarbanes-Oxley requeria que a SEC examinasse o seguinte:

- O papel das agências de *rating* e a avaliação dos emissores de títulos de dívida;
- A importância desse papel para os investidores e o funcionamento do mercado de valores mobiliários;
- Os obstáculos para uma avaliação precisa, pelas agências de *rating*, dos riscos envolvidos em uma colocação pública de valores mobiliários;
- As barreiras à entrada de novas agências de *rating* nesse ramo de negócios, e as eventuais medidas necessárias à remoção de tais barreiras;
- Medidas que possam ser exigidas, no intuito de ampliar a disseminação das informações relativas a risco, quando as agências de *rating* anunciam a classificação do risco de um título ou de uma emissora;
- Os conflitos de interesses nas atividades das agências de *rating* de crédito e medidas para prevenir tais conflitos ou para amenizar as suas conseqüências.

Em janeiro de 2003, então, a SEC apresentou relatório em resposta ao requerimento da Sarbanes-Oxley e do comitê de negócios governamentais do Senado. Após o prazo de até 60 (sessenta) dias da apresentação do relatório, a SEC colocaria em audiência pública um documento com as principais preocupações sobre as agências de *rating*, receberia comentários dos participantes do mercado de capitais americano, e faria uma avaliação destes com o objetivo de aperfeiçoar a supervisão regulatória sobre a atividade de tais agências. Além das questões

estudadas por força da Sarbanes-Oxley, a SEC, em seu relatório, tratou de questões envolvendo as alegações de anti-competitividade, práticas não-equitativas, nível de diligência das agências de *rating*, quando analisando uma corporação ou título de sua emissão, e a questão da supervisão da SEC sobre tais agências, indo, assim, além do requisitado por lei.

Em resumo, os principais pontos, ainda em discussão, frutos do relatório da SEC e dos comentários recebidos oriundos da audiência pública são:

#### I — Alternativas ao uso da designação NRSRO

Alguns participantes do mercado de capitais acreditam que o conceito de NRSRO atua como uma verdadeira barreira à entrada de outras agências de *rating*, devendo a SEC abolir esse conceito, promovendo a competição com altos padrões éticos. Alguns, até, entendem tratar-se de atividade de mera divulgação de informações como a atividade jornalística, protegida, portanto pela Constituição americana. A SEC tem considerado a hipótese de cessar completamente o uso da designação NRSRO, mas antes disso, necessitaria encontrar alternativas ao uso da designação NRSRO, dado que as regulações baixadas pela SEC a respeito de capital líquido das corretoras de valores mobiliários estão intimamente atreladas a esse conceito. Há propostas no sentido de que as corretoras produzam internamente o *rating* de seus investimentos, sem a necessidade de avaliação externa, visando minimizar a exposição do capital social, porém, até o momento a SEC está reticente quanto à confiabilidade desse mecanismo.

#### II — Critérios de Reconhecimento

Considerando a condição de permanência pela SEC do uso da designação NRSRO, a SEC deveria dar maior transparência ao processo de reconhecimento de uma agência de *rating*, da seguinte forma:

- Especificar de maneira detalhada as informações necessárias aos candidatos a NRSRO, de modo que eles possam demonstrar o preenchimento dos requisitos para alcançar tal condição;
- As agências de *rating* que restringissem suas atividades à avaliação específica de emissão de títulos de dívida de determinado setor da economia, por exemplo, ou até mesmo de títulos específicos, poderia ser reconhecida pela SEC como uma NRSRO, sem maiores formalidades;

- O reconhecimento de uma NRSRO poderia se dar através de ato objetivo da SEC, como o registro das companhias aberta, auditores independentes, por exemplo. Hoje ocorre através de “no-action letter”.

### III — Supervisão das Agências de *Rating*

Assumindo que a SEC deve, não só permanecer supervisionando as agências de *rating*, como também aperfeiçoar tal supervisão, os principais pontos a serem enfocados são:

- Ao reconhecer uma agência de *rating* como uma NRSRO, a SEC deveria impor ao requerente que arquivasse anualmente junto ao órgão regulador uma declaração de que ela continua enquadrada em todos os critérios que permitiram ser considerada uma NRSRO;
- Anualmente, a SEC solicitaria aos participantes do mercado de capitais, em especial aqueles que usam as classificações de risco de crédito para balizarem seus investimentos, comentários sobre a credibilidade e confiança das agências de *rating* consideradas NRSRO;
- A SEC deveria impor, no momento do reconhecimento de uma NRSRO, que a agência seria submetida a inspeções regulares e a exames objetivando verificar se tal agência permanece observando os critérios para ser considerada uma NRSRO.

### IV — A Questão do Conflito de Interesses

O conflito de interesses pode surgir em diversas áreas das agências de *rating*. Como as atuais NRSRO estão registradas na SEC como consultores de investimentos, elas têm o dever legal de afastar o conflito de interesses ou informar aos seus clientes, na hipótese de existência de tais conflitos. Expectativas de recebimento de altas comissões dos emissores de títulos a serem colocados no mercado podem conduzir a uma situação de conflito de interesses ou de potencial elevação no *rating* a ser emitido pela agência. Visando minimizar eventuais impactos gerados por situações conflitantes, a SEC poderia desenvolver algumas das seguintes práticas, quando do reconhecimento de uma NRSRO:

- Condicionar a agência de *rating* a desenvolver e implementar procedimentos que tratem da questão do conflito de interesses. Por exemplo: proibir empregados que trabalham diretamente na análise técnica do *rating* de participarem de reuniões com clientes, quando da negociação das bases contratuais para a prestação de serviços, principalmente a negociação de comissões; e atrelar a remuneração de tais empregados a outros fatores que não a manutenção do negócio de *rating* ou de seu desenvolvimento;

- Condicionar a agência de *rating* a desenvolver e implementar procedimentos que tratem da questão “influência do cliente”. Por exemplo: restringir contatos privados entre os empregados da agência de *rating* e seus clientes, para ajudar a prevenir a divulgação de informação confidencial, seja inadvertidamente ou intencionalmente, e ainda a antecipação de informações que serão dadas oficialmente pela agência de *rating*;
- Condicionar a agência de *rating* a ter adequada estrutura financeira, tendo como base o seu patrimônio líquido ou o seu faturamento, objetivando minimizar a dependência de seus clientes.

#### V — Anticompetitividade, Abuso de Poder e Práticas não-eqüitativas

Alguns participantes do mercado alegam que certas agências de *rating*, principalmente as maiores, abusam de suas posições dominantes no mercado adotando práticas agressivas na competição do mercado. A Fitch, por exemplo, reclama que a S & P e a Moody’s baixam o *rating* de uma companhia de participações ou, até mesmo rejeitam avaliá-la, se os ativos dessa companhia, ou boa parte destes, não forem também avaliados por eles! Ocorrem, ainda, situações em que as agências de *rating* enviam a conta para pagar a algumas companhias que tiveram seus riscos avaliados por elas, sem, no entanto, estas companhias terem requerido tais avaliações. Trata-se, em realidade, de avaliações espontâneas! Portanto, não é justo pagar por um serviço não requerido.

Para tratar esta questão, a SEC poderia condicionar o reconhecimento de NRSRO à implementação de procedimentos adequados para prevenir anticompetitividade e outras práticas não-eqüitativas, incluindo proibições sobre: (i) exigir de um cliente que adquira outro serviço financeiro, como por exemplo, consultoria de investimentos, ao contratar o serviço de *rating*. Uma espécie de operação casada; e (ii) adotar fortes táticas específicas sobre emissora de títulos de dívida, em relação a *ratings* não solicitados.

#### VI — Fluxo de Informações

Os participantes do mercado de capitais alegam que o nível de informações disponibilizadas pelas agências de *rating* poderia ser incrementado, tanto em quantidade como em qualidade. Entre outras razões, alegam que as flutuações nos preços dos títulos de dívida poderiam ser menos acentuadas se as agências de *rating* disponibilizassem mais informações sobre as premissas assumidas por elas para chegarem a um determinado *rating*.

A SEC poderia tratar essas questões condicionando o reconhecimento de uma NRSRO a:

- Implementar procedimentos que assegurem a imediata disponibilização ao mercado de informações relevantes sobre os *ratings* emitidos e sobre os processos para chegar até eles; e
- Implementar procedimentos que assegurem apropriada divulgação pública quando ela cessar de acompanhar um título ou uma companhia, ou o contrário, quando ela passar a acompanhar um título ou uma companhia que não acompanhava anteriormente.

#### 4. CONCLUSÃO

É fato que o serviço de classificação de risco de crédito prestado pelas agências de *rating* é extremamente relevante para o investidor e para os emissores de títulos dívida. Afinal, há quase um século esse serviço é vendido e a demanda por ele sempre crescente. Assistimos, nos últimos trinta anos, a introdução da obrigatoriedade do uso da classificação de risco de crédito em várias regulações, como medida prudencial contra a exposição ao risco de mercado. Entretanto, em anos bem recentes vimos o colapso de grandes companhias abertas americanas e européias, cujas classificações de risco eram classificadas como “grau de investimento”.

Destarte, somos favoráveis à permanência da supervisão exercida pela SEC sobre as agências de *rating*, com o aprimoramento das regras de reconhecimento de tais agências como uma NRSRO, conforme descrito na seção anterior, e procedendo-se ao efetivo registro dessas agências como entidades reguladas pela SEC, extinguindo-se o reconhecimento por via transversa por intermédio de “no-action letter”.

Como consequência da implementação dessas medidas, cremos que ocorreria um aumento natural de competitividade saudável e uma maior precisão nos *ratings* atribuídos aos títulos e a seus emissores, mantendo-se a confiança e a credibilidade quase secular desse importante serviço prestado pelas agências de *rating*.

## REFERÊNCIAS

CARVALHO, FERNANDO J. CARDIM DE. Notas de aula e material didático contendo artigos de sua autoria distribuído no curso de pós-graduação em Regulação do Mercado de Capitais do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, IE/UFRJ — 2004.

GAUTAM, SETTY; DODD, RANDALL. Paper: Credit Rating Agencies: Their Impact on Capital Flows to Developing Countries. Financial Policy Forum. Derivatives Study Center. Washington, D.C. — Abril 2003.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Issues Consultation Report of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. — Outubro 2004.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. — Dezembro 2004.

KAITZ, JAMES A. President and CEO of the Association for Financial Professionals. Statement before the Financial Services Committee of the White House. — Abril 2003.

KERWER, DIETER. Credit Rating Agencies and the Governance of Financial Markets. Paper prepared for 11<sup>th</sup> Annual Meeting of the Society for the Advancement of Socio-Economics”. Madison, Wisconsin. — Agosto 1999.

KORESH, GALIL. The Quality of Corporate Credit Rating: an Empirical Investigation. PhD Dissertation. Berglas School of Economics, Tel-Aviv University; Center for Financial Studies, Goethe University of Frankfurt. – Outubro 2003.

KRAHNEN, JAN PIETER; WEBER, MARTIN. Generally Accepted Rating Principles: A Primer. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 26, Issue 1. — Janeiro 2001.

REISEN, HELMUT. Working Paper n° 214: Ratings Since the Asian Crisis. Organization for Economics Co-operation and Development. — Novembro 2003.

SYLLA, RICHARD. A Historical Primer on the Business of Credit Ratings. Department of Economics. Stern School of Business. New York, NY. — Janeiro 2001.

THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS—CESR. Call to CESR for Technical Advice on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies. — Julho 2004.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws. — Junho 2003.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. — Janeiro 2003

## GLOSSÁRIO

**Default** — Incapacidade de pagar dívidas no tempo acordado ou de cumprir outras obrigações previstas em contrato ou acordo;

**Insider** — Qualquer pessoa que tenha uma informação privilegiada. O uso desse tipo de informação, antes de divulgada ao mercado, é crime. Os principais insiders são acionistas com participação acionária relevante e membros da alta administração das corporações;

**Instrução** — Documento baixado por reguladores de mercado de capitais, em que estão descritos procedimentos a serem observados pelos regulados, no assunto que especifica;

**Grau de Investimento** — Título de dívida relativamente seguro para o investidor, tendo classificação de risco BBB ou mais alto, segundo as maiores classificadoras de risco;

**Investimento Especulativo** — Título de dívida relativamente arriscado para o investidor. São todos aqueles que não estejam classificados como Grau de Investimento;

**No-action Letter** — Documento oficial emitido pela SEC, indicando que nenhuma ação civil ou criminal será proposta pelo órgão regulador em virtude da atividade desenvolvida por um participante do mercado de capitais. É expedida em resposta a requerimento de regulado, principalmente quando a legalidade da atividade a ser desenvolvida não está totalmente clara ou bem definida na legislação.

**Rating** — Uma medida relativa da qualidade e segurança de um título, baseado na capacidade financeira da emissora desse título.

**Sarbanes-Oxley Act** — Lei americana de 2002. Trata de uma enorme gama de questões corporativas, dentre elas os aspectos contábeis, a política de divulgação de informações, a supervisão da SEC, o papel das agências de rating, os comitês de auditoria. Veio em resposta a grandes escândalos financeiros ocorridos em renomadas companhias abertas americanas, abalando a confiança do investidor naquele mercado;

**Triple “A” ou AAA** — Classificação de risco de crédito virtualmente inexistente.

**Enron** — Durante os anos 90, a Enron era uma das mais respeitadas e admiradas companhias Americanas listada em bolsa de valores. Era uma das “queridinhas” de Wall Street. Atuava no

macro-setor de energia, com destaque para a área de gás natural. Em 2000, seu faturamento bateu na casa dos US\$ 100 bilhões, porém durante o ano de 2001, uma série de péssimas informações veio à tona, tais como fraude em balanço, dívidas ocultas de grande vulto, de modo que as suas ações “viraram pó”;

**WorldCom** — Era uma das maiores companhias americanas do setor de telefonia celular e internet, com cerca de 20 milhões de clientes e mais de 80 mil empregados. Teve sérios problemas envolvendo fraudes contábeis. Em 2002 pediu concordata. Recentemente conseguiu sair da concordata após acordo com comitê de credores, e após aprovação da Corte de Falências de Nova Iorque;

**Parmalat** — Gigante italiana do setor de laticínios. Entrou em crise, com reflexos nos grandes mercados financeiros do mundo, após revelação de que ativos avaliados em US\$ 4.9 bilhões eram respaldados por documentação falsa.