

Crise financeira



1290003790

TCC/UNICAMP
B73p
1290003790/IE

Henrique de Assunção Braç

R.A. 024012

**O papel das agências de classificação de risco:
uma análise crítica**

Monografia apresentada como exigência para graduação no curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual de Campinas.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Antônio Macedo Cintra



Instituto de Economia

Universidade Estadual de Campinas

Campinas, Dezembro de 2008

TCC/UNICAMP
B73p
1290003790/IE

CEDOC/IE/UNICAMP

100620

Agradecimentos

Aos meus pais, pelo carinho sem tamanho, exemplos cotidianos e apoio incondicional.

Ao professor Marcos Antônio Macedo Cintra, pela orientação e por ter aceitado tamanho desafio.

Ao professor Antônio Carlos Macedo e Silva, pelos comentários e participação durante a defesa.

A professora Simone Silva de Deos, pela grande ajuda no começo desse projeto.

A Ucha Jacobini, pela amizade e pela ajuda na formação desse trabalho.

Aos meus amigos, por terem feito desses anos de faculdade os melhores.

Resumo

As agências de classificação de risco exercem papel fundamental nos mercados financeiros, auxiliando a redução das assimetrias de informações entre credores e devedores sobre a capacidade de crédito dos últimos. A atuação dessas agências vem crescendo e ganhando cada vez mais importância sendo utilizadas, inclusive, para ponderações formais de capital mínimo dos bancos pelo Acordo de Basileia II. No entanto, o modelo de classificação de risco como feito atualmente é absolutamente passível de críticas: suas metodologias são pouco transparentes e seu modelo de negócios permite diversos conflitos de interesses. Por outro lado, sua atuação diante dos episódios históricos de crises financeiras tem sido seguidamente criticado: as agências não conseguem antecipar as crises e quando reagem às mesmas, atuam de forma defasada e pró-cíclica, por sua vez, ampliando tais crises e fragilizando ainda mais os emissores envolvidos. É relevante discutir sob quais fundamentos essas agências poderiam funcionar como forma de atenuar estes problemas e quais problemas não possuem solução clara. A principal alternativa atualmente apresentada pelos estudiosos é a maior regulação da atuação dessas agências.

Palavras-chave: Agência de Classificação de Risco; *rating*; crises financeiras; incerteza keynesiana; regulação.

Sumário

Introdução.....	5
Capítulo 1. As agências de classificação de risco: uma visão geral.....	7
1.1. Surgimento e consolidação das agências	7
1.2. As classificações de risco de crédito, suas funções e beneficiários.....	12
1.3. Metodologia de classificação das agências.....	15
1.3.1. <i>Ratings</i> soberanos	18
1.3.2. <i>Ratings</i> corporativos	28
Capítulo 2. Abordagem crítica às agências de classificação de risco	38
2.1. A falta de transparência e imparcialidade das agências de <i>rating</i>	38
2.2. Os erros históricos das agências e a incerteza <i>keynesiana</i>	42
2.3. O papel pró-cíclico das agências durante crises financeiras	51
Conclusão.....	57
Referências Bibliográficas	60

Introdução

O desenvolvimento das agências de classificação de riscos desde o século XIX está associado ao fortalecimento dos mercados de capitais em âmbito internacional. Principalmente a partir dos anos 1980, com a intensificação da liberalização financeira, vem crescendo intensamente a demanda pelos serviços prestados por estas agências.

A internacionalização financeira, que já justificava no século XIX a demanda dos investidores europeus por informações sobre os negócios das companhias norte-americanas, hoje é muito mais intensa. O processo de globalização permitiu aos agentes econômicos internacionais que transacionassem entre si ativos financeiros das mais diversas origens e dos mais diferentes riscos. Somado a isso, a crescente necessidade de comparar ativos financeiros entre si faz do *rating* de crédito uma ferramenta extremamente importante para um modelo de administração de ativos baseado na diversificação de riscos. A existência de um sistema consolidado de informações confiáveis e comparáveis sobre ativos financeiros é, portanto, um pré-requisito para o bom funcionamento dos mercados de capitais.

No entanto, o funcionamento desse modelo de classificação de risco de crédito, como produzido atualmente pelas agências de *rating*, é passível de diversas críticas, principalmente pelo histórico recente de equívocos, sua participação pró-cíclica em episódios de crises financeiras e suas relações conflituosas com os interesses dos emissores de títulos.

As agências de *rating* exercem importante influência no processo de formação de expectativas e tomada de decisões pelos agentes econômicos. Diante do cenário atual de profunda crise financeira, na qual as agências, mais uma vez, tiveram grande responsabilidade, é relevante analisar o papel dessas agências na estrutura dos sistemas financeiros internacionais. Este estudo, portanto, se concentrará na análise crítica à participação das agências de classificação de risco na atual arquitetura financeira internacional, baseando-se principalmente no insolúvel problema

de ineficiência das agências em orientar a decisão dos investidores visto que estão sujeitas ao mesmo ambiente de incerteza que os agentes econômicos.

No primeiro capítulo, serão introduzidas as agências de classificação de risco, contextualizando seu surgimento e consolidação e relacionando sua evolução ao desenvolvimento dos mercados financeiros. Complementarmente, serão apresentadas as metodologias utilizadas por essas agências para determinação dos *ratings* corporativos e soberanos do modo como as próprias agências as apresentam, integrando uma visão geral de utilização e funcionamento dessas agências.

No segundo capítulo será então feita a crítica ao papel dessas agências no sistema financeiro internacional contemporâneo. Através de uma revisão dos autores críticos às agências, este estudo tentará discutir o papel ineficiente e por vezes destabilizador que as agências de classificação de risco exercem nos sistemas financeiros internacionais.

Capítulo 1. As agências de classificação de risco: uma visão geral

Neste capítulo, será apresentada uma visão geral sobre o funcionamento das agências de classificação de risco e seus *ratings*. Em primeiro lugar, será relatada a história do surgimento e consolidação das agências de *rating* no sistema financeiro internacional. Em segundo lugar será introduzido o conceito de *rating*, suas funções e seus principais beneficiários.

Em terceiro lugar, serão descritas as metodologias de classificação de risco de crédito conforme divulgadas pelas principais agências internacionais (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) em seus *sites* na *internet*. Paralelamente, serão apresentados estudos de autores que, utilizando-se de modelos econométricos, identificaram as principais variáveis utilizadas pelas agências na determinação dos *ratings* soberanos e corporativos.

1.1. Surgimento e consolidação das agências

As classificações de risco tiveram suas origens em 1850, com a expansão dos mercados de títulos de dívidas das companhias ferroviárias norte-americanas. Antes desse período, os mercados de capitais eram majoritariamente compostos por títulos soberanos de alguns países europeus, como Holanda e Inglaterra, a quem os investidores locais confiavam para emprestar dinheiro. Rudden (2005) destaca que os empresários europeus ainda se financiavam, basicamente, via abertura de capital ou crédito bancário.

A economia norte-americana, por outro lado, era fundamentalmente diferente das economias européias. A escala das operações domésticas era vasta, o país possuía características geográficas continentais e a sua principal necessidade de capital se concentrava no esforço de criar infra-estrutura básica para ligar as suas regiões. Essa ligação era feita, à época, por transporte ferroviário, e essa indústria era primordialmente composta por empresas privadas, instaladas nas regiões que foram inicialmente povoadas e mantinham seu perfil de financiamento semelhante

ao utilizado pelas companhias européias: emissão de ações e financiamentos bancários (RUDDEN, 2005).

Tais empresas, explica a autora, passaram a ser pressionadas para se expandirem em direção ao oeste do país, zona despovoada e distante da costa leste norte-americana, onde as companhias estavam instaladas. A larga escala e a incerteza dessa expansão impossibilitavam a captação dessas empresas via os meios convencionais de financiamento. A solução estava no desenvolvimento de um mercado de títulos de dívida de companhias ferroviárias. Desta forma, em 1900, esse mercado de títulos já era algumas vezes mais volumoso do que os mercados de títulos soberanos holandês, inglês ou mesmo o norte-americano.

Esse crescimento do mercado de títulos corporativos, por sua vez, gerava novas demandas: os investidores europeus exigiam ter mais detalhes sobre as informações de crédito das companhias a que estavam sendo convidados a investir em escalas sem precedentes. Os meios tradicionais de obter informações (relações familiares, de negócios ou bancárias) já não eram mais suficientes. Os investidores demandavam informações independentes, provindas de terceiros, nas quais pudessem basear suas decisões de investimento e precificação (RUDDEN, 2005)

Em resposta a essa nova demanda do mercado, o investidor Henry Varnum Poor¹ passou a publicar informações sobre as propriedades das companhias, seu ativos, passivos e receitas. Suas publicações se tornaram tão populares entre os investidores que na segunda metade do século XIX, Poor criou a "*Poor's Manual of the Railroads of the United States*", que foi a mais reconhecida fonte de informações da indústria ferroviária durante décadas. Foram essas estatísticas as precursoras do atual modelo de classificação de risco (STANDARD & POOR'S, 2008).

Segundo dados históricos da própria agência (2008), em 1909, John Moody desenvolveu as informações de crédito e passou a atribuir uma classificação de risco de crédito aos títulos, publicando uma opinião sobre a condição de solvência dos títulos de dívida das companhias ferroviárias, que deu base para a criação da agên-

¹ Editor da *American Railway Journal* na metade do século XIX.

cia Moody's. Suas opiniões eram baseadas em diversas informações sobre as companhias e sobre o setor, além de rigorosas análises. O manual de Poor passou a fazer a mesma classificação em 1922, e anos depois, em 1941, se uniu a outra companhia de consolidação e classificação de risco de crédito (Standard Statistics), formando a Standard & Poor's.

No mesmo período a Fitch Publishing Company, por sua vez, passou a publicar informações financeiras em 1913 e, em 1924, introduziu a conhecida escala de classificação de risco de "AAA" a "D" (RUDDEN, 2005).

Com três companhias provendo opiniões sobre a solvabilidade e o mercado norte-americano se expandindo com emissões de títulos de dívida locais e estaduais, de prestadoras de serviços públicos e de corporações industriais, Rudden (2005) explica que a indústria de classificação de risco estava cada vez mais estabelecida e as companhias de *rating* se tornaram conhecidas por sua independência, integridade e confiabilidade.

A crise financeira de 1929 ampliou ainda mais a demanda por classificações de risco, já que os investidores estavam cada vez mais preocupados com os altos índices de *default* por parte das empresas. No fim da década de 1920, a grande maioria das emissões de títulos já era classificada por uma agência de *rating* (RUDDEN, 2005; FARHI & CINTRA, 2002).

A importância do papel das agências de classificação de risco seguiu se ampliando nos anos 1930, a partir da Grande Depressão, quando o Departamento do Tesouro norte-americano instituiu os *ratings* de crédito como normas restritivas para alguns investimentos financeiros (os fundos públicos de pensão e as companhias de seguros seriam impossibilitadas de investir em títulos abaixo de um nível considerado prudente, o *investment grade*). Essa foi a primeira instituição formal da utilização dos *ratings* de crédito (RUDDEN, 2005; FARHI & CINTRA, 2002).

Paralelamente ao desenvolvimento das agências, na década de 1960, o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e outros bancos de desenvolvimento regional passaram a avaliar o risco soberano. De acordo com

Machado (2005), a metodologia do Banco Mundial baseava-se na utilização da razão do serviço da dívida². Explica que

após algum período de aplicação estática dessa razão, passou-se à adoção de um modelo de análise dinâmico que considerava a evolução do serviço da dívida em função de novos empréstimos e que incluía também o perfil da dívida (2005, p.41).

É possível concluir então que esse tipo de análise é o embrião do que as agências de *rating* fariam, a partir da década de 1980, com os *ratings* de risco soberano.

O *boom* seguinte para as empresas de classificação de risco de crédito se deu em outro período de recessão, em 1970, com a moratória de US\$ 82 milhões das notas promissórias da *Penn Central Railroad*. Mais uma vez, os investidores reconheceram a importância de utilizar uma avaliação independente dos riscos de crédito. Esse episódio renovou a demanda dos investidores pelas informações providas pelas agências e revolucionou o modelo de negócio das empresas de classificação de risco (RUDDEN, 2005).

Até então, a receita das agências de *rating* provinha da venda de suas publicações que continham as classificações de riscos, logo, dos investidores. A partir desse episódio, a enorme demanda por parte das empresas em possuírem seus títulos de dívidas classificados permitiu às agências adotarem o modelo atual de negócios. Nesse novo modelo, as agências passaram a cobrar dos emissores de dívida para avaliá-los e, fornecendo tais informações aos investidores, facilitava a aceitação deste título no mercado (RUDDEN, 2005; FARHI & CINTRA, 2002).

Para Machado (2005), em 1973, o colapso do sistema de Bretton Woods e a flexibilização das taxas de câmbio internacionais deram espaço a fluxos de capitais e internacionalização financeira até então nunca vistos. A possibilidade de captação de recursos em escala global, por sua vez, tornava necessário um melhor e mais extenso fornecimento de informações financeiras.

² Razão do serviço da dívida: juros líquidos pagos e amortização do principal em razão do valor de exportações de bens e serviços não-fatores de um país.

Em 1972 se deu a primeira expansão das agências de classificação de risco fora dos Estados Unidos. No Canadá, foi criada a *The Canadian Bond Rating Service*, seguida pela *Dominion Bond Rating Service*. No Japão, em seguida, surgiram a *Mikuni & Co* (1975), o *Japan Bond Research Institute* (1979) e o *Japan Credit Rating Agency* (1985). Na Inglaterra, a *International Bank Credit Analysis* (1979) posteriormente se juntou à *Fitch*, formando em 1997 a *Fitch/IBCA* (RUDDEN, 2005).

Farhi e Cintra (2002) complementam que a demanda por classificação de risco crescia intensamente também devido ao processo de securitização das dívidas, no qual ocorreu uma intensificação do processo de captação de recursos pelas empresas mediante a emissão direta de títulos de dívida. Por isso, as empresas passaram a ter uma necessidade crescente de obter uma classificação de risco de crédito junto às agências independentes especializadas.

Nos anos 1980, a procura seguiu em expansão devido ao crescimento dos mercados de derivativos, ao surgimento de negociações secundárias dos títulos de dívida pública de países lançados nos mercados internacionais e o crescimento do mercado de *junk bonds* (mercados classificados como de nível especulativo) (FARHI & CINTRA, 2002, p.92).

Enquanto isso, os bancos comerciais norte-americanos começaram a criar departamentos específicos para análise de risco de países. Em 1983, foi fundado em Washington o *Institute of International Finance (IIF)*, cuja principal função era compilar para os bancos credores informações sobre nações devedoras. (MACHADO, 2005)

Foi nessa mesma década que as agências classificadoras de riscos passaram a atribuir notas aos riscos de crédito dos países emergentes que começavam a buscar os mercados financeiros internacionais para colocar seus títulos soberanos, bem como empresas públicas e privadas oriundas desses países. Segundo Machado (2005), o primeiro *rating* de um país emergente foi designado pela Standard & Poor's para a Venezuela, em 1982. Já em 1986, a Moody's classificou o Brasil e a Argentina.

Nos anos seguintes, houve forte expansão e aprofundamento dos mercados de títulos das dívidas externas de economias emergentes, dos derivativos de balcão, dos produtos estruturados e da alavancagem das carteiras aumentaram ainda mais o emprego das classificações de crédito (FARHI & CINTRA, 2002).

O novo impulso para as agências de classificação de risco se deu na possibilidade de utilização dos *ratings* fornecidos pelas agências nos cálculos de exposição a risco dos bancos do Acordo de Basileia II ³(2004), possibilitando que os *ratings* tivessem características cada vez mais oficiais (ELKHOURY, 2008, p. 1; CINTRA & PRATES, 2008, p. 9).

1.2. As classificações de risco de crédito, suas funções e beneficiários

Nos últimos anos, a busca por análise profissional de risco de crédito aumentou substancialmente, em sintonia com o crescimento e globalização dos mercados de capital. 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, das empresas e de suas emissões por agências especializadas – as agências de *rating*.

Tais agências têm como objetivo principal o estabelecimento de um *rating* de crédito para as empresas, instituições financeiras, operações específicas e países, cujo papel fundamental é auxiliar indivíduos e instituições a tomarem melhores decisões de investimentos.

Segundo Elkhoury (2008), a lógica que permeia a existência das agências de classificação de risco é resolver o problema de assimetria de informações entre credores e devedores no que se refere à credibilidade dos últimos. O acesso generalizado à informação que permite a avaliação da saúde financeira e dos riscos de cré-

³ Segundo Freitas (2008, p. 60-61), a utilização dos *ratings* das agências de classificação de risco em substituição à matriz de classificação de risco de crédito constitui uma adaptação do critério de adequação de capital do Acordo de Basileia de 1988. Neste novo acordo, os *ratings* seriam utilizados na apuração do coeficiente de capital mínimo requerido relacionado ao risco de crédito dos bancos, influenciando diretamente um dos três pilares em que o novo acordo se estrutura: requerimento de capital mínimo, supervisão da adequação de capital e fortalecimento da disciplina de mercado.

dito de empresas, bancos e países, possibilita a todos os agentes dos mercados financeiros a tomada de decisão embasada pelas mesmas informações (FARHI & CINTRA, 2002).

Quando se trata, por exemplo, de empresas que necessitam captar novos recursos para se financiarem, os agentes superavitários dos mercados financeiros exigem acesso à informação relativa às taxas de retorno e aos riscos associados, para que possam alocar de modo racional seus recursos financeiros nos títulos de dívida dessa empresa. Essas informações, no entanto, estão limitadas aos gestores das empresas que desejam obter recursos. Tal assimetria de informações ainda é agravada pelas diferentes normas estatísticas, contábeis e legislativas existente entre países, o que dificulta a comparação entre seus balanços (FARHI & CINTRA, 2002).

De acordo com Farhi e Cintra (2002), é diante desse contexto que se amplia a importância das agências de classificação de risco, permitindo que atuem na tomada de decisões operacionais, distanciando o mercado dos malefícios da assimetria de informações, que poderia afastar o mercado do seu bom funcionamento.

Segundo Elkhoury (2008), as três principais agências (Moody's Investor Service, Standard & Poor's e Fitch Ratings) são referências óbvias e comuns na análise do risco e no auxílio à precificação de retorno dos ativos financeiros e detêm acima de 95% de participação no mercado global de classificação de risco de crédito.

Essas agências são empresas privadas, que processam avaliações de crédito de outras empresas e países a um custo acessível aos agentes econômicos. Suas operações se dão pela padronização de classificações de riscos de crédito de agentes emissores de títulos (dívidas e ações), de acordo com a sua capacidade de pagamento de dívida. Tais riscos, quantificados e comparáveis entre ativos financeiros equivalentes, facilitam a análise do investidor quanto à precificação dos ativos e estimativa de taxas de retornos (FARHI & CINTRA, 2002).

Seguindo esse raciocínio dos mesmos Farhi e Cintra (2002), o investidor estabeleceria seu rendimento esperado dos títulos em sua carteira de ativos de acordo

com o prêmio de risco demandado que compensasse o investimento mais arriscado. Assim, os emissores com menor risco de crédito (com melhor classificação) pagariam menor prêmio do que emissores com pior classificação. O *rating*, dessa forma, seria ferramenta relevante no estabelecimento da remuneração oferecida para cada instrumento financeiro lançado no mercado de capitais.

Além disso, as classificações de risco definem o perfil de títulos de dívida e outros instrumentos financeiros em carteiras de determinado investidores institucionais, que restringem a aplicação, por exemplo, em títulos denominados especulativos.

De acordo com Canuto e Santos (2003), os beneficiários das opiniões de crédito contidas nos *ratings* podem ser sumarizados em quatro grupos.

Em primeiro lugar, os *ratings* permitiriam aos investidores avaliarem investimentos com horizontes mais amplos, dada a disponibilidade de opiniões de longo prazo, e auxiliaria as áreas internas de pesquisa de crédito pela existência de classificações já disponíveis.

Em segundo lugar, os *ratings* permitiriam aos emissores obterem acesso a novos mercados, maior liquidez de seus papéis e possível redução do custo de capital.

Em terceiro lugar, os *ratings* permitiriam aos agentes financeiros obterem maior êxito na colocação dos títulos, visto que os aplicadores teriam maior disposição de investir em emissões com *ratings*.

Por último, os *ratings* permitiriam aos mercados o aumento da capacidade analítica dos investidores provocando uma resposta mais rápida dos preços a mudanças na qualidade de crédito dos captadores de recursos.

1.3. Metodologia de classificação das agências

Nesta seção, serão apresentadas as metodologias utilizadas pelas agências (Moody's, Standard & Poor's e Fitch) de classificação de risco na determinação dos *ratings* corporativos e soberanos.

Apesar das variações entre as diferentes agências de classificação de risco, os processos e metodologias utilizados para estabelecimento de *ratings* de crédito são basicamente pautados em análises qualitativas e quantitativas rateadas por um comitê avaliador, com crescente papel de modelos quantitativos estatísticos baseados em informações disponíveis publicamente.

Segundo Canuto e Fonseca (2003, p.78), "cada agência possui uma taxonomia própria de classificação, o que dificulta sua interpretação e comparação". As classificações variam entre A, B, C, D. Na avaliação da Standard & Poor's e da Fitch, a melhor classificação é "AAA" e a pior, "D" e para a Moody's a melhor é dada por "Aaa" e a pior "C". Quanto pior a classificação, maior é a probabilidade de moratória e vice-versa. Os emissores classificados acima de BBB- (STANDARD & POOR'S e Fitch) ou Baa3 (Moody's) são entendidos como "grau de investimento", enquanto os classificados abaixo são chamados de "grau de especulação".

O "grau de investimento", para Bone (2006), refere-se aos investimentos considerados de baixo risco de crédito, geralmente aceitos por investidores institucionais, sendo a classificação máxima atribuída apenas àqueles países tidos como detentores de margem de segurança mais elevada. O grau de especulação, portanto, refere-se a emissores com maior risco de crédito e, portanto, com maior retorno esperado.

As classificações podem também incorporar uma expectativa de recuperação do principal. As classificações da Moody's são indicadores de perda monetária esperada, uma função da probabilidade de moratória e de expectativa de perda em caso de inadimplência. Para as agências Standard & Poor's e Fitch, as classificações refletem apenas a probabilidade de moratória, não ao período que esta durará. (ELKHOURY, 2008, p.4)

Como forma de oferecer ao mercado também uma expectativa de comportamento futuro do *rating*, as agências criaram o *outlook/watchlist* positivo, negativo ou neutro. Tal perspectiva antecipa as prováveis mudanças da classificação em um horizonte próximo, sem determinar obrigatoriamente uma mudança para a direção apontada ou o prazo máximo para que o *outlook* se confirme (MACHADO, 2005).

As premissas da Standard & Poors (2004) determinam como *rating* de crédito soberano a qualidade do crédito do governo nacional de honrar as suas dívidas em moeda doméstica ou estrangeira. É um risco geral, enfrentado pelas instituições localizadas no país. O *rating* soberano não capta os riscos que se aplicam ao setor privado.

Em se tratando das empresas, as agências incorporam o risco soberano no processo de avaliação do *rating* corporativo, pois este pode interferir na qualidade de crédito da empresa emitente. Então, o risco-país aplicado ao *rating* corporativo tem como objetivo medir o impacto de políticas econômicas implementadas pelo governo nacional sobre o ambiente financeiro e comercial do emissor corporativo (LIU & FERRI, 2001)

Como explicam Liu e Ferri (2001), o *rating* corporativo, por sua vez, é uma opinião sobre a capacidade de pagamento de empresas emitentes de dívida. Destacam que não é uma recomendação de compra, venda ou qualquer outro ato, e sim uma indicação de preço de mercado ou informações direcionadas especificamente para determinados investidores.

Como ilustração, no Quadro 1, são apresentadas as classificações atuais (Novembro de 2008) do *rating* soberano das principais economias globais de acordo com as grandes agências de classificação de *rating*.

Escala de Classificação de Risco¹ - Países Selecionados

Risco 1		Risco 2		Risco 3		Risco 4	
Notas	Países	Notas	Países	Notas	Países	Notas	Países
AAA	Alemanha, Canadá, Cingapura, EUA, Espanha, França, Reino Unido	AAA	Alemanha, Canadá, Cingapura, EUA, Espanha, França, Reino Unido	Aaa	Alemanha, Canadá, Cingapura, EUA, Espanha, França, Japão, K Zêlandia, Reino Unido		
AA+	Bélgica, Hong Kong, Nova Zelândia	AA+	Bélgica, Bermuda, Nova Zelândia	Aa1	Bélgica, Bermuda		
AA	Bermudas, Japão, Eslovênia	AA	Hong Kong, Japão, Kuwait, Portugal	Aa2	Espanha, Hong Kong, Itália, Kuwait, Portugal		
AA-	Arábia Saudita, Kuwait, Portugal	AA-	Arábia Saudita, Itália	Aa3			
A+	Chile, China, Itália	A+	China, Coreia do Sul, Eslovênia, República Tcheca	A1	Arábia Saudita, China, Eslovênia, Espanha, Grécia, Israel, República Tcheca		
A	Coreia do Sul, Eslovênia, Estônia, Grécia, Israel, República Tcheca	A	Chile, Grécia, Israel	A2	Chile, Coreia do Sul, Polônia		
A-	Malásia, Polônia	A-	Estônia, Malásia, Polônia	A3	Hungria, Malásia		
BBB+	África do Sul, Hungria, México, Rússia, Tailândia	BBB+	África do Sul, México, Rússia, Tailândia	Baa1	África do Sul, México, Rússia, Tailândia		
BBB	Bulgária, Croácia, Tunísia	BBB	Hungria, Tunísia	Baa2	Cazaquistão, Tunísia		
BBB-	Brazil, Cazaquistão, Índia, Peru	BBB-	Brazil, Bulgária, Croácia, Índia, Maldivas, Peru	Baa3	Bulgária, Croácia, El Salvador, Índia, Romênia		
BB+	Colômbia, Egito, El Salvador, Marrocos, Panamá, Romênia	BB+	Colômbia, Egito, El Salvador, Guatemala, Panamá, Romênia	Ba1	Brazil, Colômbia, Costa Rica, Egito, Marrocos, Panamá, Peru		
BB	Costa Rica, Guatemala	BB	Costa Rica, Indonésia	Ba2	Guatemala		
BB-	Indonésia, Nigéria, Uruguai, Turquia, Venezuela	BB-	Nigéria, Uruguai, Turquia, Venezuela	Ba3	Indonésia, Turquia,		
B+	Mocambique, Senegal	B+	Ucrânia	B1	Ucrânia, Uruguai		
B	Camarões, Paraguai, Quênia, Ucrânia	B	Camarões, Moçambique	B2	Venezuela		
B-	Argentina, Bolívia	B-	Bolívia	B3	Argentina, Bolívia, Equador, Paraguai, Paquistão		
CCC+	-	CCC+		Ca1	Cuba		
CCC	Paquistão	CCC	Equador	Ca2			
CCC-	Equador	CCC-		Ca3			
CC	-	CC		-			
C	-	C		-			
SD	Seychelles	DDD		Ca			
D	-	DD		C			
-	-	D		-			

1: Rating Selenario de Longo Prazo em Moeda Estrangeira - Novembro-2008

Fonte: Standard & Poor's, Moody's e Fitch, atualização própria

A seguir serão apresentadas com detalhes as metodologias utilizadas pelas agências para classificação dos riscos de crédito soberano e corporativo. É relevante

- Melhor qualidade de crédito, é atribuído apenas em casos de capacidade excepcionalmente elevada de pagamento dos compromissos financeiros.
- Quantidade de crédito muito alta. Denota uma expectativa muito baixa de risco de crédito. Indica uma capacidade muito elevada de pagamento de compromissos financeiros. Essa capacidade não é significativamente vulnerável a eventos previstos.
- Qualidade de crédito alta. Denota uma baixa expectativa de risco de crédito. A capacidade de pagamento de compromissos financeiros é considerada elevada. Essa capacidade, todavia, pode ser mais vulnerável a alterações nas circunstâncias ou nas condições econômicas, do que no caso de categorias de ratings melhores.
- Baa qualidade de crédito, indica que, no momento, existe uma baixa expectativa de risco de crédito. A capacidade de pagamento de compromissos financeiros é considerada adequada. Todavia, mudanças adversas nas circunstâncias e nas condições econômicas têm mais possibilidade de limitar essa capacidade.
- Especulativo, indica que há possibilidade do risco de crédito aumentar, particularmente como resultado de mudanças adversas na economia, ao longo do tempo. Entretanto, alternativas financeiras ou de negócios podem estar disponíveis, possibilitando que os compromissos financeiros sejam honrados.
- Altamente especulativo. Indica que um significativo risco de crédito está presente, porém, uma pequena margem de segurança ainda existe. Os compromissos financeiros correntes estão sendo honrados. Entretanto, a capacidade de continuar efetuando o pagamento dependerá de um ambiente de negócios e econômico sustentável e favorável.
- Alguns tipo de inadimplência é provável.
- A inadimplência é iminente.
- Moratória Parcial. Deixou pagar algumas obrigações financeiras relevantes, mas continua a honrar outros tipos de obrigações.
- Emissor ou país que deixou de cumprir com todas as suas obrigações financeiras.

destacar que as metodologias serão apresentadas como divulgadas pelas próprias agências. Adicionalmente, alguns estudos que se concentraram na identificação das variáveis que determinam os *ratings* corporativos e soberanos serão apresentados, a fim de simplificação.

1.3.1. *Ratings* soberanos

A questão que orienta a classificação do risco soberano é a quantificação do risco que um determinado governo possui em não cumprir com as suas obrigações, sejam em moedas locais sejam em moedas estrangeiras, levando em consideração também a vontade e a capacidade de o governo pagar suas dívidas no período de tempo comprometido. Dessa forma, há duas variáveis principais consideradas na classificação de risco de crédito: a Probabilidade de Moratória e a Capacidade de Recuperação após uma moratória (CANUTO & FONSECA, 2003, p. 9).

A metodologia utilizada para ponderar os fatores qualitativos e quantitativos das agências de classificação não é publicamente divulgada, e cada agência considera particular ponderação de cada um dos fatores para sua classificação final.

Dessa maneira, Canuto e Fonseca (2003) alertam para o fato de que não é uma tarefa simples determinar uma relação direta entre as variáveis consideradas na análise das agências para o risco soberano (basicamente indicadores macroeconômicos de vasta divulgação pública) com os *ratings* determinados por essas agências, dado que muitas variáveis não são quantitativas ou quantificáveis, mas absolutamente qualitativas. Mesmo para os fatores quantificáveis, a determinação dos pesos relativos de cada indicador se mostra difícil, já que as agências utilizam uma vasta gama de critérios e não há uma fórmula única para combinar as pontuações e determinar os *ratings*.

A Standard & Poor's, de um lado, divide a estrutura analítica em nove categorias (conforme Quadro 2). A cada uma das nove categorias é atribuída uma nota que vai de um (a mais alta) até seis. Não há uma fórmula exata para se combinar as notas ao se determinar os *ratings*. As variáveis analíticas são inter-relacionadas e os pesos não são fixos, nem entre os diversos governos soberanos nem ao longo do

tempo. A maioria das categorias incorpora tanto os riscos econômicos como os políticos, os quais são os principais determinantes do risco de crédito. O risco econômico abrange a capacidade de o governo honrar pontualmente suas obrigações, e é uma função de fatores quantitativos e qualitativos. O risco político abrange a disposição de o governo soberano pagar suas dívidas, ou seja, é exclusivamente qualitativo (STANDARD & POOR'S, 2004).

Riscos Políticos

- Estabilidade e legitimidade das instituições políticas;
- Participação popular nos processos políticos;
- Organização das sucessões de lideranças;
- Transparência nas decisões e objetivos das políticas econômicas;
- Segurança Pública e;
- Risco Geopolítico.

Renda e Estrutura Econômica

- Prosperidade, diversidade e grau de orientação ao mercado da economia;
- Disparidade na distribuição de renda;
- Efetividade do setor financeiro na intermediação de recursos e disponibilidade de crédito;
- Competitividade e rentabilidade do setor privado não-financeiro;
- Eficiência do setor público;
- Protecionismo e outras influências contrárias à economia de mercado;
- Flexibilidade no mercado de trabalho.

Perspectivas de Crescimento Econômico

- Volume e composição das poupanças e investimento e;
- Taxa e padrão de crescimento econômico.

Flexibilidade Fiscal

- Tendências gerais de receita/gasto do governo e superávits/déficits;
- Flexibilidade de aumento de receita e sua eficácia;
- Pressões e eficácia sobre o gasto público;
- Pontualidade, abrangência e transparência dos relatórios;
- Obrigações relativas a aposentadorias.

Responsabilidade do Governo Central

- Endividamento bruto e líquido do governo geral como porcentagem do PIB;
- Parcela da receita comprometida com juros;
- Composição da cesta de moedas e perfil de vencimentos;
- Profundidade e amplitude do mercado de capitais local.

Passivos Contingentes e Offshore

- Porte e Solidez das empresas não financeiras do setor público;
- Robustez do setor financeiro.

Flexibilidade Monetária

- Comportamento dos preços nos ciclos econômicos;
- Expansão monetária e do crédito;
- Compatibilidade do regime cambial com os objetivos monetários;
- Fatores institucionais, como a independência do banco central;
- Abrangência e eficácia a das metas monetárias.

Liquidez Externa

- Impacto das políticas fiscal e monetária sobre as contas externas;
- Estrutura das Contas Correntes;
- Composição dos fluxos de capitais e;
- Adequação das reservas

Responsabilidades com Dívida Externa

- Dívida Externa bruta e líquida, incluindo depósitos e dívidas estruturadas;
- Perfil de vencimento, composição de cesta de moedas e sensibilidade às flutuações das taxas de juros;
- Acesso a financiamentos concedidos por agências de desenvolvimento (concessional funding);
- Carga do serviço da dívida

Fonte: Standard and Poor's (2004) p.3-4

A Moody's (2005), por outro lado, não declara explicitamente os fatores qualitativos utilizados na análise do risco soberano, apesar de ressaltar a importância

deles. No entanto analisa diversos fatores quantitativos distribuídos em quatro categorias:

1. Estrutura Econômica e Performance, destacando-se a razão investimento/PIB);
2. Finanças Governamentais, destacando-se as razões Resultado Primário/PIB e Dívida Pública/PIB);
3. Pagamentos e Dívida Externas, destacando-se as razões Conta Corrente/PIB e Dívida Externa/Conta Corrente); e
4. Indicadores de Vulnerabilidade Externa e Monetária, destacando-se a relação Crédito Doméstico/PIB).

A Fitch, por sua vez, utiliza 14 grupos de fatores para determinação dos *ratings* soberanos: demografia e estrutura educacional; mercado de trabalho; estrutura produtiva; dinamismo do setor privado; equilíbrio entre demanda e oferta; balanço de pagamentos; ativos externos; obrigações externas; crescimento econômico de médio prazo; política macroeconômica; investimento estrangeiro; setor bancário; políticas públicas e geopolítica internacional (FITCH, 2007)

A disposição de o governo pagar suas dívidas distingue o governo soberano dos demais tipos de emissores, porque os credores dispõem apenas de recursos legais limitados, enquanto um governo pode inadimplir seletivamente em suas obrigações, mesmo quando possui a capacidade financeira para honrar o serviço da dívida. Para Elkhoury (2008), no entanto, um governo que não estivesse disposto a pagar suas obrigações, seguiria políticas econômicas que enfraqueceriam a sua capacidade para cumpri-las. Dessa forma, os riscos políticos (disposição a pagar) e econômicos (capacidade de pagar) estariam correlacionados.

Serão utilizados os critérios divulgados pela Standard & Poor's em seu relatório "*Ratings* de Crédito Soberano: Principais Conceitos" de 2004 como referência para a metodologia de classificação de risco soberano, visto que essa agência apresenta seus critérios de forma mais detalhada do que as agências concorrentes consultadas.

A primeira variável analisada pela Standard & Poor's (2004) são os riscos políticos em determinado país. Estabilidade, previsibilidade e transparência das instituições políticas de um país são fatores importantes considerados na análise dos riscos políticos. A elevada nota atribuída ao risco político da maioria dos governos da União Européia (UE) reflete a participação popular na política, as estruturas políticas abertas, o processo de sucessão claro e a conduta transparente dos governos. Já o curto histórico do regime democrático da Indonésia e as divisões entre a população nativa e a de origem chinesa resultaram em uma pior classificação para o risco político.

A segunda variável considerada é a estrutura econômica do país. Uma economia de mercado, com direitos de propriedades amparados legalmente, está menos propensa a políticas errôneas e respeita mais os interesses dos credores que aquelas dominadas pelo setor público. As notas mais elevadas são destinadas aos países com sistemas financeiros sólidos e menores disparidades de renda, sem grandes empecilhos estruturais que afetem o crescimento, ou setores públicos pesados e relativamente ineficientes. Um dos indicadores do grau de desenvolvimento financeiro é o crédito doméstico ao setor privado como proporção do PIB. Os *ratings* soberanos são maiores onde essa relação é mais elevada (STANDARD & POOR'S, 2004).

O nível de desenvolvimento econômico, bem como a perspectiva de crescimento é a terceira categoria analítica utilizada como suporte à determinação dos *ratings* soberanos. O governo de um país com padrões de vida em elevação e de distribuição justa de renda pode suportar níveis mais elevados de endividamento público e estar mais preparado para enfrentar choques econômicos e políticos inesperados. O Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* é tido como um bom indicador do nível geral de desenvolvimento econômico e institucional de um país. Governos de países desenvolvidos com uma longa história de estabilidade econômica e institucional têm melhores instrumentos para administrar dívidas públicas e déficits fiscais elevados, bem como choques econômicos inesperados (STANDARD & POOR'S, 2004; BHATIA, 2002).

A quarta categoria analisada é a flexibilidade fiscal, medida pela análise de desempenho da receita, das despesas e do desempenho da balança do governo geral. As tendências fiscais e os métodos de financiamento do déficit e o seu impacto inflacionário são indicadores importantes da qualidade de crédito de um governo soberano. Segundo as agências, as notas, nesse caso, são o resultado não somente dos déficits ou superávits, mas também da flexibilidade das receitas e dos gastos, bem como da eficiência dos programas de dispêndio (STANDARD & POOR'S, 2004).

Geralmente, os sistemas tributários com menos distorções e mais favoráveis ao crescimento e que abrangem questões relativas à igualdade social têm uma base de tributação mais ampla e alíquotas menores. Os governos soberanos com notas mais altas nessa categoria podem ajustar facilmente suas bases e alíquotas tributárias, sem enfrentar sérias dificuldades constitucionais, políticas ou administrativas. Notas mais baixa são atribuídas quando os recursos do governo são gastos eficientemente como resultado de rigidez constitucional, pressões política ou corrupção, ou ainda quando a flexibilidade da receita é restringida por alíquotas já elevadas ou por dificuldade na arrecadação (STANDARD & POOR'S, 2004).

A quinta categoria de critérios é o nível de endividamento. Os governos tomam empréstimos para financiar uma série de gastos e investimentos, o que eleva o endividamento do governo geral. No entanto, os poderes dos governos soberanos de tributação e emissão o permitem administrar o nível de endividamento de forma variável no tempo. Um governo pode ter níveis elevados de endividamento sem que isso deponha contra a sua capacidade e disposição a cumprir suas obrigações financeiras (STANDARD & POOR'S, 2004).

As obrigações contingenciais e fora do orçamento podem ser fatores importantes na atribuição de *ratings* soberanos, e a atenção é focada no porte e na solidez das empresas não-financeiras do setor público (NFPEs) e na robustez do setor financeiro. De acordo com as agências, as NFPEs colocam-se como um risco para os governos soberanos porque geralmente são formadas para promover políticas públicas e, freqüentemente, sofrem com a fraca rentabilidade e a baixa base de capi-

tal, o que as deixa altamente vulneráveis às circunstâncias econômicas adversas (STANDARD & POOR'S, 2004).

A sexta categoria analisada na determinação dos *ratings* soberanos são os passivos contingentes e *offshore*. São considerados o porte e solidez das empresas estatais bem como a robustez do setor financeiro. O setor financeiro é uma obrigação contingencial porque seus problemas podem prejudicar a qualidade de crédito de um governo soberano quando este precisa salvar bancos falidos. O ímpeto para auxiliar os bancos é forte diante de uma crise sistêmica, já que a solidez do sistema bancário é essencial para a estabilidade macroeconômica, para a administração da demanda efetiva e para o crescimento econômico sustentado (STANDARD & POOR'S, 2004).

Além disso, nos países com mercado financeiro mais desenvolvido, em que os títulos do governo são comprados também pela "população comum" (investidores não-institucionais), o custo de uma moratória é maior do que em países onde o uso do sistema é limitado e os credores são um grupo pequeno de agentes financeiros e, por isso, o governo soberano teria menor incentivo para inadimplir (STANDARD & POOR'S, 2004).

A sétima categoria do perfil metodológico de *ratings* soberanos é denominada flexibilidade monetária, e é um dos principais indicadores da tendência de crédito do governo soberano. As agências sustentam que a monetização significativa dos déficits orçamentários freqüentemente alimenta a inflação, o que poderia prejudicar o apoio popular ao governo e causaria sérios danos à economia (STANDARD & POOR'S, 2004).

Segundo Canuto e Fonseca (2003), a inflação é apresentada pelas agências como um dos melhores termômetros de consistência das políticas fiscal e monetária, de estabilidade financeira, política e institucional de um país. Financiamentos expressivos e prolongados de déficits orçamentários por meio de emissão monetária podem levar a aceleração da inflação. As agências acreditam que, nessas circunstâncias, as autoridades poderiam adotar políticas impopulares, como contenção de gastos ou apertos monetários, que são mais facilmente implementadas quando há

um banco central autônomo e as autoridades desfrutam de uma base ampla e coesa de sustentação política.

A oitava categoria de risco do perfil metodológico dos *ratings* soberanos é a liquidez externa. Um dos principais indicadores quantitativos nessa categoria de critérios é a necessidade bruta de financiamento externo⁴ em termos das reservas cambiais. Esse índice tende a ser inferior a 100% nos governos soberanos cujos *ratings* estejam na categoria grau de investimento e superior naqueles na categoria de grau especulativo (STANDARD & POOR'S, 2004).

Os fatores que podem atenuar o risco de se registrar um alto déficit de financiamento incluem os investimentos estrangeiros diretos, particularmente os dirigidos a *green-field*, bem como as expectativas de forte crescimento das exportações, presumidamente resultante de investimentos que estejam contribuindo para tal déficit (STANDARD & POOR'S, 2004).

As reservas cambiais oficiais também funcionam como um amortecedor financeiro para o governo em momentos de pressão sobre a balança de pagamentos. Julga-se um determinado nível de reservas como adequado não só a partir das necessidades brutas de financiamento, mas também por meio das políticas financeiras e cambiais do governo e, conseqüentemente, em relação à vulnerabilidade das reservas às flutuações no comércio e no fluxo de capitais. Também se faz ajuste ao nível adequado de reservas quando o país mantém sua taxa de câmbio fixa, pois uma parcela das reservas talvez seja necessária para se sustentar a confiança no atrelamento da taxa de câmbio (STANDARD & POOR'S, 2004)

O déficit em conta corrente em si não é um indicador relevante para determinação do *rating* soberano. Há diversos episódios documentados de países com sucessivos déficits em conta corrente sem que isso esteja associado a fatores negativos nem a políticas governamentais consideradas errôneas ou países com sucessi-

⁴ Necessidade bruta de financiamento externo: déficit em conta corrente somado ao principal vencível da dívida de curto prazo de não-residentes, incluindo depósitos, e ao principal vencível nos médio e longo prazo dos setores público e privado.

vos superávits em conta corrente que apresentam frágeis fundamentos macroeconômicos.

Segundo Canuto e Fonseca (2003), em primeiro lugar, países em moratória ou com graves restrições de acesso ao mercado internacional de crédito são compelidos a um ajuste do balanço de pagamentos que implica geração de superávits expressivos ou drástica redução do déficit em conta corrente. Em segundo lugar, países com elevada taxa de crescimento econômico tendem a conviver com déficits elevados em conta corrente por um longo período, o que não significa que seu risco de moratória soberana seja maior. Em terceiro lugar, há países com tendência estrutural a superávits em conta corrente, como os exportadores de petróleo.

O grau de abertura comercial e financeira de um país ao resto do mundo é um dos principais fatores considerados no processo de classificação, pois afeta diretamente a disposição de pagar dos estados soberanos. Os custos econômicos e financeiros de uma moratória para um país são diretamente proporcionais a seu grau de integração com o exterior, visto que o setor privado de uma economia aberta usa intensamente o mercado financeiro internacional para financiar investimentos, exportações e importações (CANUTO & FONSECA, 2003).

Além disso, em países onde há uma política de abertura comercial, as indústrias são mais competitivas e voltadas para o mercado externo, enquanto que, em países protecionistas, essas indústrias tendem a ser ineficientes e a privilegiar o mercado doméstico, o que prejudica a geração de divisas, e, por conseguinte, reduz a capacidade de serviço da dívida externa. Adicionalmente, países onde a participação do comércio exterior no PIB é elevada necessitam de uma desvalorização cambial de menor proporção para promover um ajuste do balanço de pagamentos diante de choques externos (FITCH, 2007 apud CANUTO & FONSECA, 2003).

Por fim, a nona categoria de critérios utilizados pelas agências de classificação de risco para os *ratings* soberanos é o peso das dívidas externas dos setores público e privado. O foco principal está nas tendências da posição da dívida externa do setor público, na magnitude dos passivos contingentes do governo e na adequa-

ção das reservas cambiais estrangeiras ao serviço da dívida em moeda estrangeira tanto do setor público como do setor privado (STANDARD & POOR'S, 2004).

Segundo a Standard & Poor's (2004), a variável mais importante na avaliação do setor externo é a dívida externa líquida total em relação às receitas em conta corrente. A razão para também se avaliar a dívida externa privada, é que esta pode pressionar as reservas internacionais do Banco Central e, em certas circunstâncias, os passivos externos privados podem se transformar em passivos governamentais. Canuto e Fonseca (2003) argumentam que governos de países onde o setor bancário promove a expansão do crédito doméstico por meio de endividamento externo, ou onde a política cambial e o nível de taxa real de câmbio incentivam o crescimento excessivo do endividamento externo do setor privado não-financeiro, possuem uma classificação mais baixa.

Quanto maior a dívida externa total de um país em relação a sua capacidade de gerar divisas, mais oneroso tende a ser o serviço dessa dívida e maior é o risco de inadimplência do soberano. Há outros fatores considerados conjuntamente, como o nível das reservas internacionais e a relação serviço da dívida externa por receitas em conta corrente (STANDARD & POOR'S, 2004).

Na análise das finanças públicas, duas variáveis são fundamentais: o resultado nominal do governo geral em proporção do PIB e o estoque da dívida do governo geral em relação às suas receitas totais. Alguns países podem apresentar baixa relação dívida pública por PIB, mas ainda assim apresentariam problemas de endividamento em função da sua baixa capacidade de arrecadação (STANDARD & POOR'S, 2004).

Outros fatores avaliados são a sensibilidade da dívida pública às mudanças nas taxas de juros, a sua composição por moeda, o prazo médio de vencimento e o custo do serviço da dívida e a capacidade do governo de aumentar receitas e cortar despesas quando necessário. Países com base de arrecadação limitada ou grande parte das despesas vinculadas a gastos determinados possuem maior dificuldade em promover um ajuste fiscal, caso necessário (STANDARD & POOR'S, 2004).

Diversos economistas já estimaram econometricamente os determinantes dos *ratings* fornecidos pelas agências de classificação para economias maduras e emergentes e um pequeno número de variáveis explica 90% da variação dos *ratings*.

Em um desses estudos, Cantor e Packer (1996) mostram que as diferenças entre as classificações soberanas podem ser explicadas por um conjunto relativamente pequeno de variáveis. Uma classificação alta estaria associada a um nível elevado de renda *per capita* em dólares, inflação baixa (medida pelo índice de inflação ao consumidor), taxa elevada de crescimento econômico, baixa relação entre a dívida externa total e as exportações, ausência de episódios de moratória a partir de 1970 e alto nível de desenvolvimento econômico segundo classificação do FMI. Por outro lado, o resultado fiscal do governo central e o déficit em conta corrente, ambos em proporção do PIB, apareceram como estatisticamente insignificantes.

Elkhoury (2008) acrescenta que, em economias emergentes, duas variáveis afetam adicionalmente a determinação dos *ratings*.

A primeira das variáveis seria uma elevação nas taxas de juros internacionais, que remetem a períodos de contração internacional da liquidez, maior aversão ao risco e, por isso, provável interrupção dos fluxos ingressantes de capitais nas economias emergentes, ampliando a possibilidade de que o país não consiga financiamento externo para pagar os serviços da dívida e então, declare moratória.

A segunda variável é a estrutura e concentração das exportações, dado a dependência econômica de um país em um determinado produto que ele exporte. Os ciclos de expansão e retração dessa economia estão, dessa forma, diretamente associados aos ciclos da mercadoria exportada.

1.3.2. *Ratings* corporativos

O *rating* corporativo é o resultado de análises de empresas, em que são identificadas as características e procedimentos que levam ao sucesso e aqueles que conduzem à vulnerabilidade dos negócios.

De acordo com Liu e Ferri (2001), o processo para obtenção de um *rating* de crédito por uma agência se inicia com a solicitação da companhia emissora pela avaliação anteriormente à emissão de um título de dívida. Uma série de reuniões é feita entre a diretoria da companhia e os analistas de crédito das agências, e então são fornecidas, pelas empresas, pesquisas preenchidas, projeções e demonstrativos financeiros. O processo de avaliação leva, em geral, de 6 a 12 semanas. As agências garantem confidencialidade aos seus clientes, e por isso, podem obter mais informações do que às de divulgação pública.

A avaliação da qualidade de crédito corporativo, segundo a Standard & Poor's (2002, p.3),

“... segue uma metodologia padrão de *rating*: o risco do setor ao qual a empresa pertence e sua posição competitiva são avaliados em conjunto com seu perfil financeiro e suas políticas. Essa análise fundamental é complementada por uma apreciação de certas características setoriais ou financeiras, que podem ser relevantes à análise de um emissor em um país ou região específica”.

A agência ainda complementa que:

“A abordagem analítica dos ratings é estruturada de forma que permita uma medida de comparação entre empresas de diferentes países. Não há um peso específico para nenhum dos critérios de rating, este é uma síntese dos fatores qualitativos e quantitativos discutidos por um comitê de analistas que avalia cada caso separadamente” (STANDARD & POOR'S, 2002, p.3).

O setor no qual o emissor opera tem um papel fundamental na determinação de seu perfil básico de risco. Portanto, é crítica a avaliação do risco do setor, além de ter um grande peso na atribuição de um *rating* máximo. Seria difícil para uma empresa receber um *rating* muito alto, caso estivesse em um setor cujo risco apresente-se acima da média, independente de quão conservadora seja sua postura financeira (STANDARD & POOR'S, 2002).

A avaliação do risco setorial prepara o terreno para a análise dos fatores de riscos específicos de uma empresa. São considerados: perspectivas de crescimento, estabilidade ou declínio do setor; o padrão dos ciclos de negócio; a vulnerabilidade às mudanças tecnológicas, questões trabalhistas, ou interferência regulatória as quais o setor está exposto; os níveis de intensidade do capital fixo ou de giro; as necessidades de gastos atuais com ativo fixo ou com pesquisa e desenvolvimento e a natureza e a intensidade do ambiente competitivo.

Em sua metodologia divulgada, a Standard & Poor's (2002) ainda destaca os seguintes riscos específicos das empresas providas de mercados emergentes, que são denominados risco-país mas não se relacionam puramente ao risco soberano e sim ao ambiente competitivo nesses países:

- Volatilidade macroeconômica que acentue os picos e depressões de demanda e agravando o problema de restrição e qualidade de créditos às indústrias;
- Dependência de matérias-primas importadas;
- Risco de volatilidade cambial significativa;
- Regulamentação governamental anti-competitiva, imprevisível ou arbitrária;
- Risco de instituição de novos impostos, tarifas ou *royalties* ou renegociação de subsídios fiscais oferecidos anteriormente;
- Transparência no sistema legal;
- Questões trabalhistas, como possibilidades de greves e flexibilidade das leis trabalhistas;
- Infra-estrutura problemática;
- Políticas comerciais, como barreiras comerciais ou subsídios que possam ser extintos;
- Corrupção e seus efeitos sobre os custos de operação e no ambiente competitivo e;
- Terrorismo (ataques nas instalações da companhia ou seqüestro de executivos).

Serão apresentadas, a seguir, as variáveis divulgadas pelas agências na avaliação do risco corporativo. Tais variáveis são apresentadas apenas conceitualmente e qualitativamente, não sendo divulgados pelas agências a ponderação quantitativa nem o modo de mensuração de cada uma delas. A metodologia utilizada para essa exposição é da Standard & Poors (2002), devido o melhor detalhamento com que a agência apresenta seus critérios. Esses critérios estão resumidamente apresentados no Quadro 3. No momento seguinte, a fim de exemplificação, será utilizado

um estudo de Liu e Ferri (2001) que, utilizando-se de recursos econométricos, especifica as variáveis que determinam historicamente o *rating* corporativo das empresas.

Quadro 3: Standard and Poor's - Metodologia para Classificação de Riscos Corporativos

A - Risco Setorial

B - Riscos da Empresa

- 1 - Posição Estratégica
- 2 - Rentabilidade;
- 3 - Financeira / Proteção de Ativos
- 4 - Adequação do Fluxo de Caixa;
- 5 - Propriedade e Apoio do Estado;
- 6 - Blocos Locais de Propriedade;
- 7 - Acesso a Fontes Locais de Financiamento.

Fonte: Standard and Poor's (2002)

Particularmente às empresas, o primeiro aspecto considerado na análise de *rating* corporativo é a sua posição estratégica, ou seja, as características que afirmam uma empresa bem-sucedida em um setor específico.

A participação no mercado e a sua capacidade de proteger a sua participação são mensurados, por exemplo, pela quantidade de contratos de venda e carteira de pedidos, desenvolvimento de novos produtos e abrangência da rede de distribuição (STANDARD & POOR'S, 2002, p. 5).

Quanto à sua eficiência operacional, ou seja, a capacidade do emissor em manter a sua rentabilidade nos períodos de estresse econômico ou na pressão competitiva, a análise das agências se orienta pela eficiência no processo produtivo, no caso de indústrias menos intensivas em tecnologia e menos vulneráveis a evoluções tecnológicas ou, ao contrário, em capacidade de reação da empresa à introdução de novas tecnologias e de desenvolver novos produtos. As relações trabalhistas, por sua vez, são sempre consideradas e comparadas às dos competidores e aos outros setores (STANDARD & POOR'S, 2002, p. 5).

De acordo com a Standard & Poor's (2002), o porte da empresa, individualmente, não é fator-chave para determinação do *rating* da empresa. No entanto, essa variável se torna relevante quando implica em melhor posição estratégica para a

empresa, por meio de economias de escala, expansão da capacidade de distribuição e amplitude geográfica, por exemplo. Por sua vez, a diversificação de atuação da empresa em vários negócios é avaliada, mas tem importância diminuída caso as várias linhas de negócio da empresa reajam de forma semelhante aos ciclos econômicos (STANDARD & POOR'S, 2002, p.5).

Por fim, a posição estratégica da empresa é também determinada pela qualidade do seu corpo administrativo, o que compõe sua análise mais subjetiva. São avaliados a tolerância ao risco, e o conhecimento que a diretoria possui sobre os pontos fortes e fracos da empresa (STANDARD & POOR'S, 2002, p.6).

Após a avaliação da posição competitiva do emissor e seu ambiente operacional, a análise se estende a várias categorias financeiras. É importante destacar que o perfil financeiro da empresa determina o nível de risco financeiro apropriado para qualquer categoria de *rating*. Em outras palavras, para o mesmo nível de *rating*, uma empresa com um perfil de risco de negócio fraco terá de apresentar uma estrutura financeira mais conservadora, enquanto as empresas com uma posição de risco de negócio mais conservadora poderá manter uma postura financeira mais agressiva (STANDARD & POOR'S, 2002).

Particularmente às empresas dos mercados emergentes, são analisados a consistência das demonstrações financeiras consolidadas; a "impetuosidade" da política de proteção cambial da empresa via utilização de instrumentos derivativos (*hedging*) e a propensão da empresa em especular com oportunidades de arbitragem financeira (STANDARD & POOR'S, 2002, p.15).

O segundo aspecto particular a empresa considerado na análise de *rating* corporativo é a rentabilidade da empresa, um dos determinantes mais importantes indicadores de proteção ao credor. Quanto maior a rentabilidade, maior a sua capacidade de gerar patrimônio internamente, atrair capital externo e suportar situações adversas. São considerados nessa análise o retorno sobre o capital (ROC), as margens de lucro e os lucros sobre os ativos (STANDARD & POOR'S, 2002, p. 8).

A rentabilidade e os fluxos de caixa derivados dos lucros são a chave para a determinação da capacidade do emissor para pagar juros. Dessa forma, a força relativa de uma empresa é medida pelo índice de cobertura dos juros, ou seja, o número de vezes que a receita (antes do pagamento de juros e impostos – EBITDA) cobre o pagamento dos juros (STANDARD & POOR'S, 2002, p. 8).

Adicionalmente, às empresas situadas em mercados emergentes, a rentabilidade da corporação pode ser impactada por potenciais controles de preços de produtos e serviços por parte do governo para contenção de ciclos inflacionários, por exemplo, em serviços de telefonia/eletricidade ou venda de gasolina. Também associado à inflação, são consideradas as possibilidades de manobra de alta de preços antecipadamente ao aumento de custos em um cenário de agravamento da inflação (STANDARD & POOR'S, 2002, p.16).

O terceiro aspecto analisado é a alavancagem financeira. A análise das agências concentra-se nas medidas da dívida total. Também se leva em consideração a composição da dívida de acordo com seus vencimentos, tipo de índice (fixo versus flutuante) e moeda. A exposição da companhia ao risco de desvalorização é relevante na análise de risco. As companhias do México com receita denominada em pesos e dívida denominada em dólares viram a capacidade de suas receitas para pagar suas dívidas ser diminuída pela metade em dezembro de 1994, quando o governo mexicano desvalorizou a moeda, e os mercados forçaram uma depreciação ainda maior. Além disso, a concentração da dívida no curto prazo expõe a companhia ao risco crítico de rolagem. Na hipótese de crise financeira, o enxugamento da liquidez e elevação dos *spreads* cobrados afetaria a capacidade de operação dessas empresas (STANDARD & POOR'S, 2002, p. 9, p. 17).

Para os emissores em mercados emergentes, o difícil acesso aos mercados de capitais local ou internacional em períodos de crise é uma variável considerada mesmo para os emissores mais fortes. As companhias são afetadas pela confiança volátil do investidor internacional, que passam a exigir retornos maiores nos papéis (STANDARD & POOR'S, 2002, p. 16-17).

A análise da posição de um emissor dentro de sua comunidade financeira também é considerada. Emissores maiores em um país relativamente pequeno podem estar em uma posição favorável para atrair financiamento do sistema bancário desse país. Embora o acesso aos títulos e às ações públicas não possa ser assegurado, especialmente em tempos de estresse financeiro, a importância de muitos emissores dentro de seus próprios mercados locais aumenta suas opções financeiras. Assim, as empresas são comparadas dentro de suas próprias estruturas de contabilidade locais com outras do mesmo porte ao competir pelo capital nos mesmos mercados públicos e privados (STANDARD & POOR'S, 2002).

O quarto ponto utilizado pela Standard & Poor's (2002, p. 10) é a adequação do fluxo de caixa, ou seja, sua capacidade de gerar fundos internamente em comparação à sua necessidade de capital frente às suas despesas. São analisados a natureza dos gastos, sua distribuição geográfica e o crescimento esperado do negócio como estimativa do crescimento dos gastos; os pagamentos de dividendos aos seus acionistas bem como a dificuldade de repatriação dos fundos remetidos por suas subsidiárias externas; e o pagamento de impostos e dívida.

O quinto ponto analisado pela Standard & Poor's (2002, p. 11) é a propriedade estatal. A participação completa ou parcial do Estado na empresa pode aumentar o perfil de crédito da empresa. Tal apoio pode tomar a forma de um acesso facilitado a fontes externas de financiamento, a contratos favoráveis, a posição protegida de monopólio, ou, em casos extremos, a aportes financeiros diretos. É importante analisar o relacionamento histórico do Estado com o setor, incluindo o grau de ajuda financeira do governo que foi utilizado para apoiar empresas estatais no passado, a relevância estratégica da empresa para o país de domicílio, a importância econômica da empresa em termos de geração de empregos, e, em menor grau, a geração de moeda estrangeira e investimento local.

Ainda relativo à propriedade, em vários países ocorrem grandes concentrações de propriedade, resultando em empresas com acionistas cruzados ou empresas controladoras em comum. O sexto critério considerado pelas agências é a análise de corporações nesses tipos de agrupamentos, baseada em uma avaliação das implicações positivas e negativas da afiliação ao grupo. Em muitos casos, a empresa

pode se beneficiar de relacionamentos operacionais ou maior acesso a financiamento. Por outro lado, a afiliação de uma empresa a um grupo pode trazer a responsabilidade direta ou indireta de fornecer apoio a outras mais fracas do grupo (STANDARD & POOR'S, 2002, p. 12).

Por fim, o sétimo critério abordado pelas agências é a análise da flexibilidade financeira. As agências avaliam as necessidades financeiras gerais da empresa, seus planos e suas alternativas, o que inclui também a capacidade da empresa para cumprir seu programa de financiamento, mesmo durante períodos de adversidade econômica, sem prejudicar a sua capacidade em cumprir com suas obrigações financeiras. Tal flexibilidade associa as implicações de outros riscos financeiros já discutidos com uma avaliação das opções potenciais da empresa quando esta se apresenta sob estresse financeiro. O acesso que uma empresa tem às fontes externas de financiamento é uma consideração-chave. Isso inclui relacionamentos importantes com bancos, além da facilidade relativa de obter acesso à dívida pública ou aos mercados de ações (STANDARD & POOR'S, 2002, p. 10).

Liu e Ferri (2001), por meio de modelos econométricos, determinaram a significância de algumas variáveis na determinação dos *ratings* corporativos. Para isso, analisaram *ratings* corporativos e indicadores relativos a fluxos de caixa, estrutura de capital, rentabilidade e flexibilidade financeira de 563 companhias de 45 diferentes países. Concluíram que as variáveis cobertura de juros, retorno sobre capital, receita operacional em relação às vendas totais, nível de alavancagem e total de ativos são significantes na determinação do *rating*. As variáveis relacionadas à liquidez (cobertura de juros), rentabilidade (retorno sobre capital e receita operacional) e tamanho (total de ativos) são positivamente correlacionadas aos *ratings*; enquanto o nível de alavancagem é negativamente correlacionado aos *ratings*.

O Quadro 4 apresenta os valores médios para esses indicadores financeiros de acordo com cada escala de *rating*.

Quadro 4**Mediana do Rating e Média de 3 anos de Indicadores Financeiros**

Rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC e menor
Cobertura de Juros (EBIT/juros)	11,7	10,6	5,8	3,6	2,2	1,2	0,9
Cobertura de Juros (EBITDA/juros)	17,1	18,2	9,4	6,3	3,6	2,4	1,4
Retorno sobre capital (%)	17,5	12,5	11,9	8,5	9,0	3,0	2,3
Receita Operacional/Vendas (%)	19,2	15,4	16,7	15,9	16,6	12,4	9,5
Dívida Bruta/Capital (%)	22,2	27,0	34,9	43,0	52,0	70,4	78,0
Vendas (US\$ milhões)	33.385,5	7.154,2	5.111,3	2.091,7	978,2	458,0	423,9
Lucros (US\$ milhões)	24.930,2	4.604,1	2.959,9	1.283,2	520,8	223,7	178,7
Ativos Totais (US\$ milhões)	43.995,5	9.659,4	6.054,7	3.000,2	1.660,1	946,5	781,5
Nº de empresas	4	40	101	181	108	87	26

Nota: Números são valores médios dos indicadores financeiros de 3 anos (1997-99)

Fonte: LIU & FERRI (2001)

Outro fator relevante na classificação de risco corporativo, segundo Liu e Ferri (2001) é o risco soberano do país em que o emissor está localizado. A relação entre o risco soberano e o teto para as classificações de risco corporativo se deve à maior sensibilidade dos países menos desenvolvidos à volatilidade dos ciclos econômicos, o que tornaria as empresas locais mais vulneráveis às crises internacionais.

Em períodos de revisão para baixo dos *ratings* soberanos (como na crise financeira de 1999, por exemplo), os *ratings* corporativos das empresas localizadas nesses países também tendem a ser revistos para baixo. No entanto, para Liu e Ferri (2001), no período posterior, de recuperação e elevação dos *ratings* soberanos, os corporativos não acompanharam essa revisão para cima.

Os autores ainda determinaram a influência de fatores qualitativos na classificação do *rating*, utilizando-se variáveis *dummy* para empresas de propriedade do governo, empresas subsidiárias de companhias estrangeiras e também para alguns setores produtivos, como as indústrias automobilística, florestal (papel e celulose), construção civil, mídia e comunicação e mineradoras e siderúrgicas.

No entanto, Liu e Ferri (2001) concluem que essas variáveis são mais determinantes para os *ratings* corporativos de empresas localizadas em países com elevado *rating* soberano, onde as particularidades das empresas seriam decisivas

para sua comparabilidade. No caso das empresas oriundas de países de baixo *rating* soberano, as instabilidades e vulnerabilidades desses países seriam mais decisivas na capacidade de cumprir as obrigações financeiras de uma empresa do que em si, a sua gestão e os seus fundamentos financeiros particulares.

Capítulo 2. Abordagem crítica às agências de classificação de risco

Como visto no capítulo anterior, as agências de classificação de risco teriam uma participação fundamental nos mercados financeiros, auxiliando na redução das assimetrias de informações entre credores e investidores de um lado, e emissores de outro, quanto à capacidade de solvência de empresas e países. No entanto, diversas críticas recaem sobre a capacidade das agências de efetivamente classificarem os riscos e cumprirem seu papel de referenciar os mercados.

Em primeiro lugar, serão apresentados os problemas de transparência no funcionamento das agências e os conflitos de interesses a que estão expostas, dado o seu modelo de negócio como estabelecido atualmente.

Em segundo lugar, será apresentado o histórico de equívocos das agências de *rating* em antecipar crises financeiras ou falências de devedores. Essas crises afetam a capacidade creditícia do emissor e ampliam o risco associado a esse título, sem que as agências consigam antecipá-las. O conceito de incerteza *keynesiana* servirá como referência para comprovação da incompatibilidade do funcionamento das agências com o comportamento das expectativas dos agentes econômicos.

Finalmente, será criticado o intenso papel pró-cíclico que as agências de *rating* exercem na ocorrência de crises financeiras. Serão apresentados alguns estudos que comprovam tal relação a partir de modelos econométricos.

2.1. A falta de transparência e imparcialidade das agências de *rating*

A primeira crítica que recai sobre as agências de classificação de risco se refere à transparência, independência e imparcialidade na classificação dos riscos de créditos dos emissores interessados.

Segundo Elkhoury (2008), os agentes econômicos vêm cada vez mais demonstrando sua preocupação com a falta de transparência das metodologias utilizadas pelas agências de *rating* nos processos de avaliação de risco de crédito.

Apesar de divulgarem publicamente os indicadores considerados nas metodologias que utilizam para determinação dos *ratings*, como analisado no primeiro capítulo, as agências não divulgam seus critérios de ponderação dos fatores qualitativos e quantitativos. Os pesos relativos de cada indicador são determinados por uma diversa variedade de critérios, e as agências reconhecem que não há uma fórmula única para combinação de tais critérios e determinação dos *ratings*. Adicionalmente, cada agência possui metodologia e critérios próprios, o que ainda dificulta a sua comparabilidade.

A falta de transparência por parte das agências permite também a crítica sobre a conflituosa relação de interesses que as agências mantêm com os seus clientes, os emissores de títulos.

A indústria de classificação de risco é um oligopólio formado por três empresas com elevada concorrência entre elas e relevantes barreiras a entrada⁵. Como a estrutura de negócios baseia-se na remuneração das agências pelos emissores de títulos, as agências poderiam inclinar-se a, negligentemente, melhor avaliá-los ou prorrogar rebaixamentos de *ratings*, uma vez que o emissor poderia contratar outra agência para classificá-lo (ELKHOURY, 2008; LARRAÍN et alii., 1997; SOARES, 2005). Sobre o modelo de negócios da indústria de classificação de risco, Buiter (2007) destaca “*they are the only example of an industry where the appraiser is paid by the seller rather than the buyer*”.

A parcialidade das agências foi evidenciada na recente crise do mercado hipotecário *subprime* norte-americano. Segundo Buiter (2007), as agências de *rating* são,

⁵ Nos Estados Unidos há somente cinco agências de *rating* formalmente reconhecidas pela United States Securities and Exchange Commission (SEC) como Nationally Recognized Statistically Rating Organizations (NRSRO): A.M. Best, Dominion Bond Rating Service (DBRS), Fitch, Moody's e Standard & Poor's. No entanto, somente as três últimas representam acima de 95% do mercado global de classificação de risco de crédito. A designação de NRSRO funciona como uma forte barreira à entrada: as novas agências não obtêm reconhecimento nacional sem esse status e tampouco obtêm tal status sem reconhecimento nacional. Os efeitos práticos são o impedimento da concorrência e da inovação, preços elevados e piora na qualidade dos *ratings*. No entanto, o comportamento do mercado também impõe a concentração e as barreiras à entrada: os emissores se limitam as agências respeitadas internacionalmente para classificação de seus riscos de crédito. Além disso, um número elevado de agências dificultaria a comparabilidade entre os *ratings*.

“... multi-product firms that sell advisory and consulting services to the same clients to whom they sell ratings. This can include selling advice to a client on how to structure a security so as to obtain the best rating and subsequently rating the security designed according to these specifications.”

Essas agências participaram ativamente da estruturação de instrumentos financeiros denominados CDOs (*collateralized debt obligations*), que agregavam diferentes tipos de riscos de modo que alguns desses ativos, mesmo lastreados em hipotecas *subprime*, fossem classificados como de excelente risco ou com grau de investimento. Esse mecanismo permitiu a aquisição desses ativos por investidores institucionais, possibilitou sua disseminação nos mercados financeiros e impulsionou a contaminação do sistema financeiro internacional pela crise hipotecária norte-americana (CINTRA & PRATES, 2008).

Cintra e Prates (2008) estimam ainda que 40% dos lucros recentes das agências de *rating* tiveram origem nas avaliações emitidas para produtos estruturados, como os CDOs.

Buiter (2007) também destaca,

“The complexity of some of the structured finance products they are asked to evaluate makes it inevitable that the rating agencies will have to work closely with the designers of the structured products. The models used to evaluate default risk will tend to be the models designed by the clients. It's not just the problem that marking to model can become marking to myth. There is the further problem that the myth will tend to be slanted towards the interest of the seller of the securities to be rated.”

Segundo Cintra e Prates (2008, p. 24), os conflitos de interesses são inevitáveis quando as agências participam “em mais de um dos lados” nas operações de emissão de papéis, ou seja, consultando os devedores em suas emissões e, posteriormente, classificando-as de acordo com seu risco de crédito.

Em resposta a esses problemas, surgem os primeiros sinais de regulamentação sobre as agências de *rating*. Os principais órgãos reguladores do mercado, a Organização Internacional das Comissões de Valores (OICS), o Comitê das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR) e a *United States Securities and Exchange Commission* (SEC) já começaram a tomar algumas medidas (ELKHOURY, 2008).

A CESR já propôs a instituição de maiores controles internos às agências, ampliando a fiscalização sobre a operação dessas, melhorando seu nível de governança e impossibilitando a ocorrência de conflitos de interesses. Para isso, a CESR defende, dentre outras medidas: (i) a limitação da atividade das agências à classificação de riscos de crédito, sendo proibida a prática de consultorias ou aconselhamento pelas mesmas; (ii) a revisão da política de bônus dessas empresas, de forma que sejam recompensados os funcionários envolvidos em *ratings* reconhecidos por sua qualidade, precisão, eficácia e integridade; (iii) a divulgação completa das metodologias, modelos e principais premissas utilizados pelas agências no processo de classificação, bem como a contínua atualização dos critérios e revisão dos *ratings*, para tornar claro aos operadores do mercado e investidores como um *rating* foi determinado pelas agências; (iv) a diferenciação das escala de ratings para instrumentos financeiros estruturados; (v) e a divulgação constante dos históricos de *default* e de uma lista com os vinte maiores clientes das agências por receita (ELKHOURY, 2008).

Já a SEC propôs novas regras de funcionamento das agências, dentre elas: (i) a proibição das agências de *ratings* classificarem os instrumentos financeiros estruturados que elas próprias auxiliaram na estruturação; (ii) a divulgação de um relatório anual com todas as movimentações (*downgrades* e *upgrades*); (iii) e a exigência de que, no caso de uma agência classifique o risco de uma operação estruturada, as informações relativas a essa operação estejam disponíveis a todas as agências (ELKHOURY, 2008).

A obrigatoriedade da divulgação pública e detalhada das metodologias, fatores qualitativos e quantitativos considerados e seus critérios de ponderação na formação do *rating* de um emissor é o primeiro passo para permitir maior fiscalização das agências. Somente sob regulamentação, as agências renunciariam da confidencialidade metodológica que desfrutam e permitiriam aos agentes econômicos o livre acesso às informações relevantes em suas análises de risco.

Buiter (2007) defende a extinção do pagamento pelo emissor, eliminando o possível conflito de interesses e, como alternativa, propõe a remuneração dos *ratings* por um órgão representativo dos investidores institucionais, financiados a partir

de uma taxa paga por esses agentes e pelos emissores de títulos, afastando a receita das agências do pagamento individual de emissores.

Adicionalmente, a regulamentação do setor deve limitar a atividade das agências de *rating* à, exclusivamente, avaliar e classificar os riscos de crédito dos emissores. O conflito de interesses é inevitável e inaceitável quando as agências de *rating* também provêm serviços de consultoria aos emissores.

Essas medidas solucionariam os problemas atualmente conhecidos de conflito de interesses, falta de transparência e imparcialidade por parte das agências. No entanto, não resolveriam a incapacidade das agências de classificar os riscos de crédito considerando apropriadamente a incerteza inerente aos mercados financeiros e, tampouco, atenuariam o papel pró-cíclico que as agências exercem em episódios de crises financeiras.

2.2. Os erros históricos das agências e a incerteza *keynesiana*

A segunda crítica apresentada será baseada nos diversos episódios em que as agências de *ratings* falharam em suas classificações de riscos.

Durante as crises financeiras mexicana (1994), asiática (1997-98), russa (1998) e argentina (2001), além dos colapsos financeiros da Enron (2001), World-Com (2002), Parmalat (2003), o exemplar nacional Banco Santos (2004) e, mais recentemente, na crise do *subprime* norte-americano (2007-08), crises financeiras ocorreram, decretando liquidação de bancos ou falências de empresas ou mesmo graves choques econômicos em países sem que tais agências revisassem seus *ratings* e precavessem os investidores quanto a um maior risco de *default*⁶ (VON MALTZAN & REISEN, 1999)

⁶ As agências de *rating* explicitam em seus documentos que "[...] um *rating* de crédito é a opinião sobre a qualidade de crédito de um tomador, ou a qualidade de crédito de um tomador com respeito a um título de dívida particular ou outra obrigação financeira, baseado nos fatores de risco relevantes. Um *rating* não constitui uma recomendação para compra, venda ou posse de um título particular. Em adição, um *rating* não comenta a conveniência de um investimento para um investidor particular [...]" (STANDARD & POOR's, 2002). Dessa forma, o caráter opinativo dos *ratings* confere às agências imunidade legal contra as ações de perdas e danos nos EUA, pelo preceito constitucional de liberdade de expressão. Ou seja, não há custos legais de um *rating* errôneo (BONE, 2006).

A fim de exemplificação, Bhatia (2002) define ⁷um *rating* falho como uma nota que tenha sido elevada ou rebaixada em três⁸ ou mais níveis no período de 12 meses. Quando aplicada a interpretação de *rating* falho nos soberanos⁹ comprovase que tanto a Moody's como a Standard & Poor's falharam em prever as crises asiática (1997) e russa (1998). A Standard & Poor's falhou também em prever a crise argentina (2000). (Ver Quadro 5).

⁷ "Sovereign ratings failure can be defined in many ways. Ideally, ratings would be judged by their deviations from a true underlying measure of creditworthiness. If it were possible to ascertain the true probability of default of a sovereign debt instrument, then that probability could be compared with the default probabilities implied by the credit ratings of S&P, Moody's, and Fitch. Prospects for back-testing are limited by the small number of defaults, to date, on rated sovereign debt instruments. Prospects for forward-looking testing are limited by the lack of a proven superior method of predicting sovereign default risk. Other approaches to sovereign risk assessment do exist, but whether or not they outperform the ratings agencies' methodologies to the extent that they can usefully generate an underlying latent variable is beyond the scope of this paper.

In the absence of a robust measure of "true" creditworthiness, the next-best approach to measuring ratings failure may be one based on ratings stability.³⁹ Any downgrade or upgrade marks an acceptance by the concerned agency that its earlier rating was, or has become, inappropriate. Taking this a step further, ratings instability in excess of some threshold may be defined as indicative of failure, resulting in the generation of a binary "true-or-false" signal. The parameters for such an approach, i.e., the threshold number of upgrades or downgrades and the length of the time period in which to measure them, would need to balance two considerations. The first, which argues for a cutoff point defined by a smaller number of ratings changes in a longer time period, is the ratings agencies' stated objective of measuring creditworthiness on a trend basis, insulated from the vagaries of business cycles.

The second, which argues for a cutoff point defined by a larger number of ratings changes in a shorter time period, is the reality that ratings can, must, and do change in response to changing situations, in both the near and the medium term." (BHATIA, 2002, p.38)

⁸ A escolha por três níveis é relacionada com a baixa probabilidade de uma mudança de três graus nos *ratings* das grandes agências de classificação.

⁹ *Ratings* soberano de longo-prazo em moeda estrangeira das agências Moody's e Standard & Poor's entre 1997-2002.

Risco Soberano: episódios históricos de erros das agências de rating ¹

Ano	País	Fator-chave	Agência	Rating Anterior	Rating Ajustado	Ajuste ²
1997	Tailândia	Evaporação de reservas	S&P	A (03/09/1997)	BBB- (08/01/1998)	4 ♥ (1,0)
			Moody's	A2 (08/04/1997)	Ba1 (21/12/1997)	5 ♥ (0,7)
1997	Indonésia	Colapso da qualidade dos ativos	S&P	BBB (10/10/1997)	B- (11/03/1998)	7 ♥ (1,4)
			Moody's	Baa3 (21/12/1997)	B3 (20/03/1998)	6 ♥ (2,1)
1997	Coréia do Sul	Evaporação de reservas	S&P	AA- (24/10/1997)	B+ (22/12/1997)	10 ♥ (5,3)
			Moody's	A1 (27/11/1997)	Ba1 (21/12/1997)	6 ♥ (7,8)
1997	Malásia	Colapso da qualidade dos ativos	S&P	A+ (23/12/1997)	BBB- (15/09/1998)	5 ♥ (0,6)
			Moody's	A1 (21/12/1997)	Baa2 (14/09/1998)	4 ♥ (0,5)
1998	Coréia do Sul	Recomposição de reservas	S&P	B+ (18/02/1998)	BBB- (25/01/1999)	4 ▲ (0,4)
1998	Romênia	Evaporação de reservas	S&P	BB- (20/05/1998)	B- (13/08/1998)	3 ♥ (0,6)
			Moody's	Ba3 (14/09/1998)	B3 (06/11/1998)	3 ♥ (1,8)
1998	Rússia	Evaporação de reservas	S&P	BB- (09/06/1998)	B- (13/08/1998)	3 ♥ (1,4)
			Moody's	Ba2 (11/03/1998)	B3 (21/08/1998)	4 ♥ (0,8)
1998	Moldova	Evaporação de reservas	Moody's	Ba2 (14/07/1998)	B2 (14/07/1998)	3 ♥ (90,0)
2000	Argentina	Desequilíbrio fiscal	S&P	BB (14/11/2000)	B- (12/07/2001)	4 ♥ (0,5)
2002	Urugual	Evaporação de reservas	S&P	BBB- (14/02/2002)	B (26/07/2002)	5 ♥ (0,9)
			Moody's	Baa3 (03/05/2002)	B3 (31/07/2002)	6 ♥ (2,1)

1: Falhas de *rating* definidas por sucessivas diminuições ou elevações do *rating* soberano de longo prazo em moeda estrangeira em mais de 3 notas durante um período de 12 meses, excluindo alterações de *rating* ocorridas entre as categorias CCC a Caa.

2: Notas de diminuição (♥) ou elevação (▲). Valores em parenteses apresentam a velocidade de ajuste em notas por mês (quantidade de notas de ajuste dividida pelo número de meses entre o começo e o fim do período de correção)

Fonte: Elkhoury, 2008

Carneiro (2005) identifica como erros cometidos pelas agências três diferentes situações¹⁰: (i) episódios em que as agências modificam o *rating* de um país em duas ou mais vezes no período de doze meses; (ii) episódios em que as agências modificam o *rating* de um país por mais de um grau em um único dia; (iii) episódios em que as agências não modificam o *rating* em período anterior à reconhecida crise financeira de um país. O autor analisou o histórico de *ratings* soberanos de diversos países emergentes¹¹ entre julho de 1997 e março de 2005 e verificou quantos episódios de erros ocorreram em cada um desses países¹².

Segundo o autor, a crise argentina foi antecipada pelas agências de classificação de risco. Já em julho de 2001, a Moody's classificava o *rating* soberano argentino como Caa1, a primeira classificação que já admite a possibilidade de inadimplência. A crise, no entanto, se confirmou somente em dezembro de 2001, com a renúncia do então presidente Fernando de La Rúa. Standard & Poor's e Fitch, por

¹⁰ Sobre o Erro 1 e o Erro 2, Carneiro (2005) considera que duas modificações de *rating* durante o período de um ano, ou uma mudança drástica em um único dia, demonstram que as agências poderiam estar com o *rating* muito equivocado antes das mudanças e/ou não conheciam as reais condições do país avaliado.

Os problemas relativos ao Erro 1 e ao Erro2 ficam patentes quando o país já está em moratória, as agências parecem perder o foco de suas análises. Não sabem se devem considerar a possibilidade de sair da moratória (quando justifica a mudança de *rating*) ou a possibilidade da moratória incidir sobre outras dívidas/outros credores. Veremos claramente a ocorrência desse erro no caso da Argentina, por exemplo. Carneiro (2005) entende que o adequado seria aguardar a solvência, uma vez que as agências julgam as chances de ocorrer moratória. No caso de default, a moratória já ocorreu, não importando sobre que parte da dívida e de credores ela incidiu. Mas, talvez, nesse caso, as agências perderiam sua relevância no mercado por muito tempo. Por isso, talvez, elas alterem os *ratings* de modo tão corriqueiro e difuso quando um país está em moratória.

Carneiro (2005) considera que no Erro 2 a possibilidade de que tenha ocorrido realmente um erro é mais provável, dado que a mudança de *rating* foi mais acentuada e ocorreu em um único dia. Além disso, segundo as agências, as avaliações delas refletem a perspectiva de solvência de longo prazo. Para o Erro 3, o autor observa principalmente as modificações dos *ratings* em países que reconhecidamente sofreram crise durante o período analisado: países asiáticos (crise deflagrada a partir de 02 de julho de 1997); crise da Rússia (especialmente datada em agosto de 1998); crise brasileira (que iniciou fortemente em setembro de 1998 e alcançou a liberalização do câmbio em janeiro de 1999); crise Argentina (especialmente estabelecida na renúncia do presidente De la Rúa no dia 20 de dezembro de 2001, apesar de que já se pode falar em crise em março desse ano com a renúncia do ministro Machinea). O autor considera essas datas específicas para analisar os erros, porém, obviamente isso pode não refletir a realidade, uma vez que momentos que antecedem a uma crise financeira já a anunciam. O autor busca por erros no período anterior às crises financeiras, por pressupor que as agências são remuneradas para informar aos investidores as chances que crises financeiras afetem o retorno de títulos. Dessa forma, deveria encontrar rebaixamentos de *ratings* semanas antes da crise, pelo menos (CARNEIRO, 2005, p. 62)

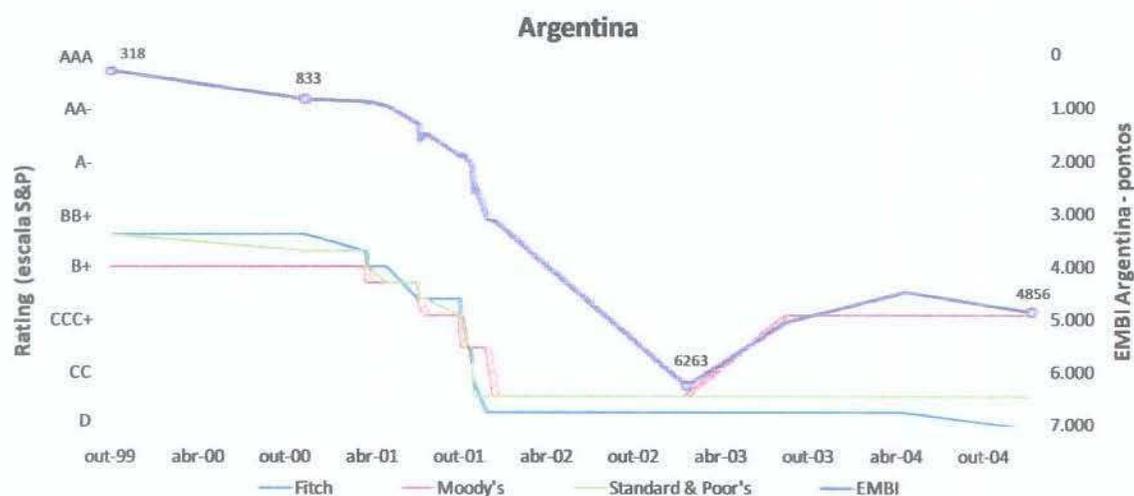
¹¹ Argentina, Brasil, Bulgária, Chile, Colômbia, Coreia do Sul, Filipinas, Malásia, México, Polônia, Rússia, Tailândia, Turquia e Venezuela.

¹² A quantidade de erros verificada diz respeito à soma de todos os episódios identificados como erros pelo autor para cada uma das agências. Ou seja, se para um episódio de crise financeira em um país, nenhuma das três agências modificarem antecipadamente o *rating* soberano deste país, serão somados três erros, e não um erro geral das agências.

sua vez, rebaixaram a Argentina em outubro de 2001: a Fitch reclassificou o *rating* soberano argentino em “CCC-” e a Standard & Poor’s em “CCC+”. Os mercados, no entanto, já vinham antecipando a crise argentina há algum tempo. O EMBI (*Emerging Market Bond Index*)¹³ argentino já havia se elevado de 900 pontos para 3.000 pontos entre março e dezembro de 2001. Utilizando a metodologia de Carneiro (2005), foram reconhecidos 18 episódios em que o *rating* argentino foi elevado mais de uma vez em um intervalo de 12 meses (“erro tipo 1”) e por 11 vezes as agências reavaliaram os *ratings* em mais de um grau em um único dia (“erro tipo 2”). (Ver Gráfico I).

Gráfico I

Comportamento histórico dos *ratings* soberanos e do EMBI argentino.



Fonte: Carneiro (2005) - Elaboração Própria

Carneiro (2005) também afirma que as agências se equivocaram durante a crise cambial enfrentada pelo Brasil entre os anos de 1998 e 1999. As agências de *rating*, em setembro de 1998, ainda classificavam o Brasil como “BB-” (Fitch) e “BB+” (Standard & Poor’s) apesar da evidente fuga de capitais que o país sofria, pressionando sua política de câmbio fixo. A crise financeira brasileira foi deflagrada em janeiro de 1999, quando ocorreu a flexibilização da taxa de câmbio. Somente nesse contexto, ocorreu redução dos *ratings* soberanos brasileiros pelas agências. O autor

¹³ Indicador dos risco-país das economias emergentes criado pelo banco J.P. Morgan Chase na década de 1990, divulgado em tempo real. É calculado por uma média dos prêmios de risco sobre os papéis do Tesouro americano implícitos nos preços dos títulos das dívidas soberanas - com uma participação proporcional de cada país que pode variar no tempo - negociados nos mercados secundários internacionais (PRATES & FARHI, 2008)

reconhece seis erros “tipo 1”, cinco erros “tipo 2” e por duas vezes as agências não modificaram o *rating* brasileiro anteriormente a uma crise financeira (erro “tipo 3”).

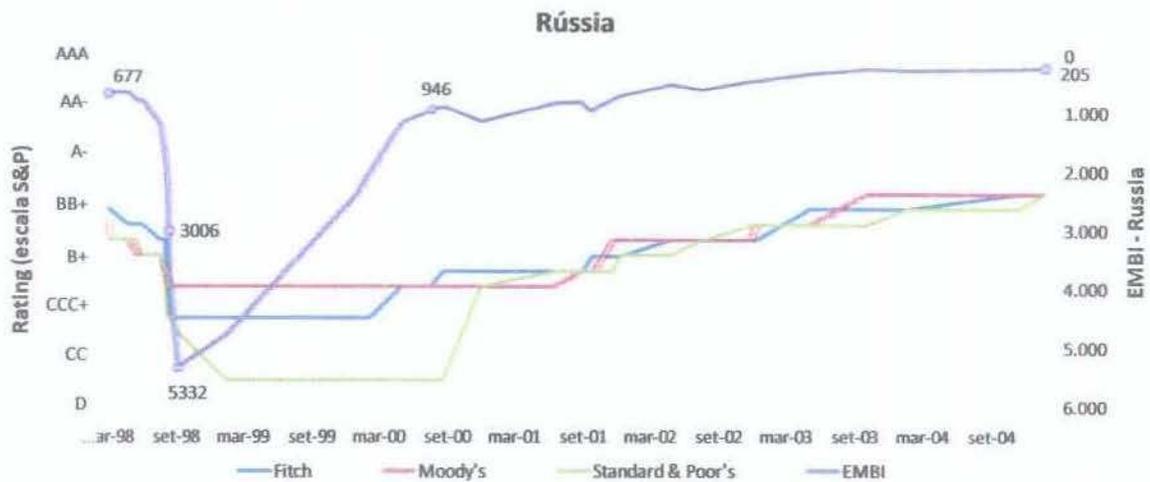
A Coréia do Sul era classificada pela Fitch e pela Standard & Poor's como *investment grade* até dezembro de 1997. A crise financeira, no entanto, já havia sido admitida em julho desse mesmo ano. No curto período entre julho de 1997 e fevereiro de 1998, o *rating* soberano em moeda estrangeira da Coréia do Sul foi reduzido de “AA-” para “BB+” pela Fitch (redução de 7 *notches*) e de “AA-” para “B+” pela Standard & Poor's (redução de 10 *notches*). Carneiro (2005) identificou quinze erros “tipo 1”, onze erros “tipo 2” e dois erros “tipo 3”, somando 28 erros no período.

A mesma lentidão em reconhecer as crises financeiras e reavaliar os *ratings* soberanos foi observada nas classificações da Malásia. Apesar dos sucessivos rebaixamentos de *rating* Standard & Poor's e Moody's mantiveram o país sob o status de *investment grade* por todo o período observado por Carneiro (2005), mesmo após todos os impactos que a crise financeira teve sobre o país. A Standard & Poor's rebaixou a Malásia em 5 *notches* (de “A+” para “BBB-”) entre dezembro de 1997 e setembro de 1998, enquanto a Moody's a rebaixou em 6 *notches* (de “A1” para “Baa3”) entre dezembro de 1997 e setembro de 1998. O autor identificou sete erros “tipo 1”, quatro erros “tipo 2” e dois erros “tipo 3”, somando treze erros no período.

A Rússia, ainda segundo Carneiro (2005), é a recordista de erros de classificação das agências de *rating*, o que representa o baixo conhecimento das agências sobre a economia russa, bem como o comportamento defasado das mesmas em relação às crises financeiras. Foram identificados 46 erros, sendo 23 do “tipo 1”, vinte do “tipo 2” e três do “tipo 3”. A crise russa foi deflagrada em agosto de 1998. Até então, as agências mantinham o *rating* soberano russo em nível especulativo, porém incoerente com a fragilidade econômica russa que já era antecipada pelo mercado financeiro e representada pela elevação do EMBI russo de 600 pontos em março de 1998 para 1.200 pontos em julho do mesmo ano. A Standard & Poor's rebaixou o *rating* soberano russo de “BB-” para “CCC-” (7 *notches*) entre maio e setembro de 1998. A Moody's, por sua vez, rebaixou a Rússia de “Ba2” para “B3” (5 *notches*) entre março e agosto de 1998. Por fim, a Fitch revisou em 7 *notches* (de “BB+” para “CCC”) entre março e agosto de 1998 (ver Gráfico II).

Gráfico II

Comportamento histórico dos *ratings* soberanos e do EMBI russo.



É pressuposto que, se as agências avaliam o risco de moratória, mais elevado no contexto de crises financeiras, para cumprir adequadamente seus serviços de acordo com as expectativas de seus clientes, deveriam considerar a probabilidade de ocorrência de crises financeiras e incorporar esse risco nos *ratings* divulgados (CARNEIRO, 2005).

No entanto, a previsibilidade das crises financeiras é extremamente limitada. O sistema financeiro internacional é intrinsecamente instável, com contínuos ciclos de expansão e depressão que contribuem para a incerteza. Os movimentos por parte dos investidores financeiros, como o comportamento de manada ou a ocorrência de profecias auto-realizáveis ainda acrescentam certa irracionalidade aos sistemas financeiros (FERRARI FILHO & ARAÚJO, 2000).

A razão principal para os constantes erros das agências de classificação de risco reside na tentativa dessas agências de classificarem utilizando modelos estatísticos os comportamentos instáveis dos mercados financeiros. Segundo Cintra e Prates (2008), o pressuposto dos modelos de análise de risco de crédito, inclusive como feito pelas agências, é que o passado continue a se reproduzir no futuro, ou seja, esses modelos são, em sua grande maioria, *backward looking*.

Esse pressuposto é mais evidente na classificação de operações estruturadas, nas quais os *ratings* “utilizaram séries históricas de *default* para os diferentes ativos embutidos neste título, dada a inexistência de observações empíricas sobre o comportamento deste novo instrumento financeiro. Isso significa que os modelos pressupõem uma relativa normalidade no ambiente de negócios.” (CINTRA & PRATES, 2008, p. 21)

Para os *ratings* soberanos e corporativos, no entanto, as agências utilizam critérios qualitativos que podem exprimir algum tipo de expectativa futura e que representaria uma orientação *forward looking* em suas classificações. Além disso, em episódios de crises em que os agentes do mercado liderassem movimentos especulativos que obrigassem as agências a revisarem seus *ratings*, essa revisão estaria mais relacionada a alterações das expectativas futura do que efetivamente a resultados passados.

No entanto, segundo a análise prévia das metodologias apresentadas pelas agências (item 1.3), elas utilizam, em condições normais, indicadores estáticos e já realizados, que sinalizam a capacidade creditícia passada e, no máximo, poderiam indicar algum tipo de tendência quando analisado um intervalo de tempo mais amplo. Os modelos econométricos apresentados por Liu & Ferri e Canuto & Santos endossam o caráter *backward looking* das agências.

Segundo Ferrari Filho e Araújo (2000), não é através da análise de séries estatísticas ou de premissas justificadas no passado que os agentes decidem suas ações futuras. As situações de tomadas de decisão são ambientes de verdadeira incerteza.

Keynes (1937, p. 180) argumenta que,

“Como bem sabemos, o futuro nunca se parece com o passado. Mas falando de um modo geral, nossa imaginação e nosso conhecimento são excessivamente fracos para revelar-nos as mudanças específicas que devemos esperar. Não sabemos o que o futuro nos reserva. Não obstante, como seres vivos e em movimento, somos obrigados a agir. A paz e o conforto de espírito exigem que ocultemos de nós mesmo quão pouco conseguimos prever. Contudo, devemos ser guiados por alguma hipótese. Por isso, tendemos a substituir o conhecimento, que é inatingível, por determinadas convenções, a principal das quais é a suposição, contrária a toda verossimi-

lhança, de que o futuro se parecerá ao passado. Na prática, é assim que agimos”.

A incerteza é o elemento fundamental da teoria de Keynes (1936). Para o economista, em uma economia de expectativas, na qual a incerteza não pode ser modelada, as tomadas de decisão dos agentes econômicos são realizadas a partir de premissas. Tal formação de expectativas, segundo Silva (1999, p.274) é;

“condicionada por um elemento exógeno, isto é, que não está contido nos resultados passados, nas rotinas e nas convenções, e que pode mesmo ser rebelde à teorização. Este elemento exógeno está contemplado no conceito keynesiano de estado de confiança”.

Silva (1999, p. 61) destaca ainda que

“As expectativas quanto à rentabilidade de um ativo são, em parte, expectativas quanto às decisões que estão sendo e serão tomadas pelos concorrentes durante o período de realização do ativo. As expectativas de um agente quanto às decisões dos concorrentes compõem-se, entre outros fatores, de expectativas quanto às expectativas que os concorrentes têm quanto ao que os demais – inclusive ele próprio – estão fazendo. As expectativas do agente quanto ao que os concorrentes farão dependem em parte de suas expectativas acerca de como os concorrentes reagirão à sua decisão.”

Para Ferrari Filho e Araújo (2000), para solucionar parcialmente seus problemas de incerteza, os investidores tenderiam a seguir seus *animal spirits*, o estado de confiança dos indivíduos construído a partir de convenções.

Segundo Farhi e Cintra (2002), as agências de classificação de risco podem ser classificadas como um dos mais importantes formadores de expectativas dos agentes nos mercados financeiros. No entanto, essas expectativas são formadas muitas vezes por meio de um pressuposto falho, o citado *backward looking*. Nos episódios de crises financeiras, onde ocorra ruptura com o comportamento passado, e esse pressuposto se comprove equivocado, os agentes econômicos passam a tomar suas decisões baseados em suas próprias expectativas. No entanto, os *ratings* das agências não apresentam, historicamente, a mesma velocidade de reação, determinando um grave descolamento entre o contexto econômico e as rígidas classificações de risco.

Tal instabilidade é interpretada pelos pós-keynesianos, de acordo com Ferrari Filho e Araújo (2000), como inerente às economias monetárias, visto que as decisões são tomadas baseadas em um ambiente incerto. Portanto, “nesse contexto,

as expectativas dos agentes econômicos são modificadas constantemente ao longo do tempo e, portanto, não podem ser estabilizadas” (Ferrari Filho & Araújo, 2000, p.169).

As agências de *rating*, no entanto, se esforçam para manter suas expectativas (i.e. *ratings*) relativamente estáveis. Elas são avessas a sucessivas mudanças de classificação no curto prazo e argumentam que tal estabilidade é uma demanda por parte tanto dos emissores como dos investidores, baseados na idéia que quanto mais estáveis são os *ratings*, mais corretos eles seriam.

Dessa forma, não é razoável considerar as agências de *rating* capazes de classificar racionalmente riscos de crédito quando estes são plenamente vulneráveis a comportamentos imprevisíveis e sujeitos à euforia ou pânico dos agentes econômicos. O que, por sua vez, implica na incapacidade das agências em assumir apropriadamente a instabilidade e a incerteza inerentes dos sistemas financeiros em suas classificações de risco de crédito, e que as tornam incapazes de reagir antecipadamente às crises financeiras.

2.3. O papel pró-cíclico das agências durante crises financeiras

Adicionalmente ao histórico de erros das agências de *ratings*, a terceira crítica que recai sobre elas é sua participação pró-cíclica na ocorrência de crises financeiras.

A princípio, os *ratings* soberanos serviriam para atenuar os ciclos de crescimento e depressão nos mercados financeiros. Durante o ciclo de expansão dos mercados de crédito, verificada a insustentabilidade de tal expansão pelas agências de *rating*, o rebaixamento antecipado do *rating* auxiliaria na redução das expectativas de retorno e diminuição dos ingressos de capitais privados de curto prazo (de caráter especulativo), que funcionam como combustível para o crescimento dos mercados de crédito e estimulam a vulnerabilidade nos países demandantes de recursos (REISEN & VON MALTZAN, 1999).

No entanto, para Reisen e Von Maltzan (1999), ao invés de liderarem os movimentos dos mercados financeiros, os *ratings* são defasados a eles. Em um cenário favorável de ingresso de fluxos de capitais estrangeiros em determinada economia ocorre, de modo geral, uma elevação do *rating* dessa economia, alimentando ainda mais o excesso de otimismo, a euforia neste mercado e estimulando os ingressos excessivos de capitais especulativos. Da mesma forma, em épocas de crise e fuga de capitais, o rebaixamento do *rating* adicionaria pânico entre os investidores, provocando uma fuga de capitais e elevação nas curvas dos *spreads* soberanos.

Os anos 1990 testemunharam diversos ciclos de expansão e contração nos mercados financeiros (*boom-bust cycles*) emergentes. Segundo os mesmos autores, o crescimento dos fluxos de capitais privados para os mercados emergentes e a decrescente importância dos "*concessional finance*" (1999, p.7) ampliaram a importância dos *ratings* soberanos, principalmente por servirem de teto aos *ratings* corporativos das empresas localizadas no país.

Segundo Farhi e Cintra (2002, p.9),

"Como as classificações de risco têm o poder de determinar, em boa parte, a disposição dos investidores em fornecer recursos, assumir riscos de crédito ou adquirir títulos de empresas e países, passam a constituir elemento determinante na formação de preço dessas operações. Nesse sentido, pode-se afirmar que, em função de sua credibilidade e do peso adquirido pelos *ratings* de crédito na formação de preço dos ativos financeiros, as notas e projeções emitidas pelas agências passam a ser, em parte, profecias autorrealizáveis. Em alguns casos, isso pode ocorrer mesmo quando as projeções estão equivocadas"

Logo após a erupção das crises, por exemplo, os *ratings* soberanos dos emissores afetados despencaram ao nível denominado *junk status*. Esse rebaixamento, durante a crise asiática, reforçou-a em diversos sentidos: os bancos comerciais não podiam mais emitir linhas de crédito para exportadores e importadores locais, os investidores institucionais tiveram de fugir dos ativos asiáticos devido às suas exigências de investimentos limitadas a títulos considerados *investment grade*, e os investidores passaram a reduzir seus níveis de alavancagem (LARRAIN, REISEN & VON MALTZAN, 1997).

Em sua atuação, as agências tiveram o mesmo comportamento de pânico e instinto de manada dos investidores, reduzindo drasticamente suas avaliações no

auge da crise. Para Farhi e Cintra (2002), a repentina mudança de expectativas reduziu significativamente a liquidez dos mercados, produziu pânico e extrema volatilidade dos preços. Assim sendo, a atuação das agências de classificação de riscos contribuiu para esse movimento extremo que ultrapassou as fronteiras asiáticas, produzindo ataques especulativos inclusive contra economias emergentes em outros continentes.

Nas crises russa e brasileira, por outro lado, a tentativa das agências de antecipar as crises acabou por acentuar as fugas de capitais e ampliar a desconfiança dos investidores. Em agosto de 1998, enquanto a Rússia passava por um ataque especulativo que levou seu governo a triplicar as taxas básicas de juros, as agências rebaixaram fortemente o seu *rating*, ampliando a fuga de capitais. Em setembro do mesmo ano, as agências reduziram o *rating* soberano brasileiro temendo o contágio da crise russa e o fizeram novamente em janeiro de 1999, com o fim do regime de câmbio fixo no país (FARHI & CINTRA, 2002).

Nesses casos, as agências de classificação de risco não funcionam como mecanismos que atenuam a incerteza. Ao contrário, serviram como agentes disseminadores da instabilidade e adicionaram um fator real (a revisão do *rating* soberano) a movimentos especulativos de ingresso excessivo ou fuga de capitais.

O papel pró-cíclico das agências de *rating*, tanto na expansão como na contração dos mercados financeiros internacionais, já foi objeto de estudo de diversos economistas, que comprovaram empiricamente tal ineficiência do modelo de classificação de risco como utilizado hoje pelas agências.

Cantor e Packer (1996)¹⁴, por exemplo, analisaram o comportamento dos *spreads* dos títulos mais líquidos de 18 países frente aos anúncios de mudanças dos *ratings* soberanos. Considerando um período de 30 dias antes e 20 dias depois des-

¹⁴ Foram analisados os *ratings* soberanos atribuídos a 18 países (Argentina, Austrália, Bélgica, Brasil, Canadá, Colômbia, Dinamarca, Finlândia, Irlanda, Itália, Malásia, Nova Zelândia, Suíça, Tailândia, Hungria, Filipinas e Venezuela) entre 1987 e 1994, frente a 79 anúncios de mudanças nos *ratings* soberanos (sendo 39 anúncios reais – 14 elevações e 25 rebaixamentos) e o restante, mudanças de *outlooks* (STANDARD & POOR'S) ou *watchlist* (Moody's), 23 com perspectiva positiva e 17 com perspectiva negativa.

tes anúncios, concluíram que as mudanças de *ratings* são precedidas de mudanças nos *spreads* dos títulos.

Os *spreads* elevaram-se cerca de 3,3 pontos percentuais no caso de rebaixamentos, enquanto caíram cerca de 2 pontos percentuais no caso de elevações no período de trinta dias anteriores à revisão do *rating*. Posteriormente, os autores examinaram o efeito imediato de tais anúncios, considerando uma janela de apenas dois dias – o dia do anúncio e o dia posterior – e concluíram que os *spreads* subiram 0,9 ponto percentual no caso de rebaixamentos, enquanto caíram 1,3 ponto percentual no caso de elevações (CANTOR & PACKER, 1996).

Assumindo a elevação/redução dos *spreads* como percepção de maior/menor risco do credor e associando uma elevação acelerada dos *spreads* com a ocorrência de uma crise financeira, o estudo dos autores conclui que a revisão dos *ratings* não antecipou a ocorrência de crises financeiras, já que os *spreads* elevaram-se antecipadamente a essa revisão. Além disso, as revisões dos *ratings* ainda tiveram uma elevada influência no comportamento observado posteriormente nos *spreads*, o que comprova sua participação pró-cíclica durante crises financeiras.

A análise de Cantor e Packer (1996) ainda diagnosticou que os impactos dos anúncios de *ratings* nos *spreads* dos títulos analisados foram estatisticamente significantes para os *ratings* classificados como grau especulativo, mas insignificante para os de grau de investimento.

Em outro estudo, Reisen e Von Maltzan (1999)¹⁵ analisaram a relação entre os *ratings* soberanos atribuídos pela Moody's, Standard & Poor's e Fitch, e os *spreads* de títulos soberanos em relação ao Tesouro norte-americano, num período de 30 dias anteriores e posteriores aos anúncios de mudanças de *ratings*, buscando analisar se tais mudanças podem desencadear ciclos de euforia ou crises em economias emergentes.

¹⁵ Foram analisados os *ratings* soberanos atribuídos pela Standard & Poor's e Moody's durante o período de 1989 e 1997 e os *spreads* dos principais títulos soberanos destes países em relação aos *treasuries* norte-americanos de 10 anos. Durante o período, foram identificadas 103 revisões de *ratings*, 58 alterações reais de *rating* (32 elevações e 26 rebaixamentos) e 45 mudanças de perspectivas (29 positivas e 16 negativas).

Os autores comprovaram a teoria do papel pró-cíclico das agências, argumentando que na ocorrência de sucessivas saídas de capital, os *spreads* dos títulos soberanos aumentariam, o que levaria as agências a um rebaixamento do *rating*. O rebaixamento, por sua vez, faria com que muitos investidores reavaliassem seus investimentos, aumentando a saída de capital, os *spreads* e provocando, conseqüentemente, sucessivos rebaixamentos, formando assim, um círculo vicioso. O oposto também foi verdadeiro: em alguns países asiáticos, durante o período de euforia em meados da década de 1990, ocorreram entradas maciças de capitais estrangeiros e sucessivas elevações nos riscos soberanos desses países (REISEN & VON MALTZAN, 1999).

Kaminsky e Schmukler (2001)¹⁶ consideraram um intervalo de 10 dias anteriores e 10 dias posteriores ao anúncio de mudança do *rating*, sobre o EMBI. Os autores concluíram que as mudanças de *rating* têm impacto significativo no mercado de títulos soberanos e também no mercado acionário, com os *spreads* subindo uma média de 3% e as ações sofrendo uma queda de 1% em casos de *downgrade*.

Os autores também estudaram o efeito-contágio que a alteração de um determinado *rating* soberano pode causar sobre outros países com características semelhantes, considerando os mercados financeiros cada vez mais globalizados. Os autores reconheceram o efeito denominado *wake up call* dos *downgrades* (2001, p.22): diante do rebaixamento de uma determinada economia, os investidores tenderiam à generalização e, conseqüentemente, reavaliariam seus investimentos em economias similares, afetando outros países, principalmente os da mesma região, embora este impacto seja menor do que um *downgrade* doméstico.

Pode-se concluir, então, que a participação independente e imparcial das agências como referência no processo decisório dos agentes econômicos requereria que estas se encontrassem hierarquicamente acima dos mercados, antecipando os ciclos econômicos de expansão e depressão, supervisionando e atenuando movi-

¹⁶ Foram analisados os *ratings* soberanos atribuídos pela Standard & Poor's, Moody's e Fitch sobre 16 países emergentes (inclusive o Brasil), entre janeiro de 1999 e junho de 2000.

mentos especulativos, liderando as reações aos desequilíbrios de forma organizada e garantindo maior confiabilidade em suas transações.

No entanto, tais agências estão plenamente inseridas no mercado, reagindo a ele bem como estimulando sua ação. As agências não são entidades imparciais ao sistema financeiro internacional: quando não impulsionam uma tendência aos investidores, respondem a uma tendência iniciada por eles, participando pró-ciclicamente, agravando a instabilidade do sistema financeiro internacional e ampliando ainda a incerteza.

Conclusão

A generalização do uso dos *ratings* das agências de classificação de risco de crédito pelos agentes econômicos trouxe consigo a maior responsabilidade dessas agências junto ao sistema financeiro internacional. Os emissores passaram a depender das classificações feitas por Standard & Poor's, Moody's e Fitch para viabilizar suas captações via mercado de capitais. Por outro lado, os investidores passaram a considerar tais agências como uma das principais fontes de informação utilizadas nas suas formações de expectativas e precificação dos ativos.

No entanto, a falta de transparência e imparcialidade das agências, os diversos equívocos nas classificações de risco bem como sua participação constantemente pró-cíclica na ocorrência de crises financeiras vêm consecutivamente fragilizando o reconhecimento dessas instituições pelos agentes do mercado financeiro internacional. A grave responsabilidade das agências de *rating* na disseminação da crise do *subprime* norte-americano é um dos mais duros golpes enfrentados por essas agências.

A urgente adequação do funcionamento das agências de classificação, de forma que garantam informação confiável e possibilitem um sistema financeiro internacional mais estável, passa, obrigatoriamente, pela sua maior regulação.

Algumas medidas já foram tomadas pelos principais órgãos reguladores do mercado, SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) e a CESR (Comitê das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários).

A divulgação pública e detalhada das metodologias, critérios qualitativos e quantitativos considerados e ponderação utilizada na formação do *rating* é o primeiro passo para permitir maior fiscalização das agências. Sob regulamentação, as agências perderiam a confidencialidade metodológica que desfrutam e permitiriam aos agentes econômicos o livre acesso às informações relevantes em suas análises de risco.

A mudança do modelo de negócio, baseado na extinção do pagamento pelo emissor, eliminaria possíveis conflitos de interesses. Como já citado, a alternativa mais razoável seria a remuneração dos *ratings* por um órgão representativo dos investidores institucionais, financiados a partir de uma taxa paga por esses agentes e pelos emissores de títulos, afastando a receita das agências do pagamento individual de emissores.

Adicionalmente, a regulamentação do setor deve limitar a atividade das agências de *rating* à, unicamente, avaliar e classificar os riscos de crédito dos emissores. O conflito de interesses é inevitável e inaceitável quando as agências de *rating* também provêm serviços de consultoria aos emissores.

Essas medidas solucionariam os problemas reconhecidos de conflito de interesses, falta de transparência e imparcialidade por parte das agências. No entanto, não resolveriam a incapacidade das agências de classificar os riscos de crédito considerando apropriadamente a incerteza inerente aos mercados financeiros e, tampouco, atenuariam o papel pró-cíclico que as agências exercem em episódios de crises financeiras.

É possível que, com maior acesso às informações utilizadas pelas agências de *rating*, os agentes econômicos identifiquem a defasagem natural que os modelos metodológicos *backward looking* das agências possuem e, por isso, deixem de se orientar de forma tão irracional por esses *ratings*. Por outro lado, é possível que, obrigadas a apresentar as premissas e indicadores utilizados na determinação de suas classificações, as agências passem a divulgar *ratings* mais dinâmicos às flutuações dos ciclos econômicos, permitindo-as identificar tendências e, dessa forma, antecipar a ocorrência de crises financeiras.

Neste caso, o papel pró-cíclico das agências poderá ser afetado sob duas maneiras: caso a precisão metodológica dessas agências seja tão elevada de forma que permita a antecipação do ponto de inflexão de determinada economia (onde a expansão começa a virar depressão), as agências rebaixariam seus *ratings*, o que atenuaria o ciclo de expansão, controlaria a euforia, diminuiria o ingresso excessivo

de capitais e, por fim, reduziria a probabilidade de crise financeira. As agências, então, participariam anticíclicamente nas crises financeiras.

Caso contrário, ou seja, as agências de *ratings* reconheçam o período de depressão quando está já ocorrendo, *ratings* mais dinâmicos seriam ainda mais pró-cíclicos; a cada nova revisão, uma reação condizente por parte dos agentes econômicos produziria ainda maior pressão contra o emissor que produziria, novamente, revisão do *rating*.

As agências, se resolverem o duro conflito entre precisão e estabilidade de seus *ratings*, deverão agir de forma transparente e imparcial para que possam recuperar o prestígio e reconhecimento obtido durante mais de um século de atividade. A recuperação da reputação das agências, no entanto, requer que estas consigam antecipar-se aos ciclos econômicos de expansão e depressão, supervisionar e atenuar movimentos especulativos, liderar as reações aos desequilíbrios de forma organizada e garantir maior confiabilidade em suas transações, em um ambiente econômico em que a única garantia é a presença da incerteza.

Considerada a atual ordem financeira internacional, baseada na desregulamentação dos mercados e alta mobilidade do capital, a capacidade das agências atuarem adequadamente como referências na formação de expectativas e tomada de decisões dos agentes é absolutamente limitada. Dessa forma, os erros históricos e o papel pró-cíclico das agências são problemas sem solução possível desde que não ocorra uma transformação na ordem financeira internacional: um intenso processo de regulamentação e supervisão dos mercados com maior controle sobre os movimentos especulativos.

Referências Bibliográficas

BHATIA, A.V. **Sovereign Credit Ratings Methodology**: an evaluation. IMF Working Paper, Out. 2002.

BONE, R.B. (2006). **Ratings soberano e corporativo: mecanismos, fundamentos e análise crítica**. Escola Politécnica DEI/CT/UFRJ: Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: www.perspectivaeconomica.com.br/unisinos. Acesso em: 25 de setembro de 2008.

BUITER, Willem. **Lessons from the financial crisis; part 1**. Financial Times, October 26, 2007. Disponível em: <http://blogs.ft.com/maverecon/2007/10/lessons-from-thhtml>

CANTOR, R. & PACKER, F. **Determinants and impact of sovereign credit ratings**. Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 2, Out. 1996.

CANUTO, Otaviano; FONSECA, Pablo. Risco Soberano e prêmios de risco em economias emergentes. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, v. 78, p. 60-85. Rio de Janeiro, 2003.

CARNEIRO, P.E.A. **Gerenciamento de Risco Soberano: fatores observados e erros praticados pelas agências de classificação de risco**. 2005. Disponível em: www.tesouro.fazenda.gov.br/premio_tn/xpremio/divida/mhafdpdxptn/resumo.htm

CINTRA, M.A.M; PRATES, D.M. **Basel II in question: the unfolding of the US real estate crisis**. 2008. Paper preparado para o *Workshop on Financial Liberalization and Global Governance*, Rio de Janeiro, 8 e 9 de maio de 2008. Evento organizado pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Disponível em: <http://www.ibase.org.br>.

ELKHOURY, Marwan. **Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries**. UNCTAD Discussion Papers, n. 186, Jan. 2008.

FARHI, Maryse; CINTRA, M. A. M. Informação dos investidores: classificação de riscos, contabilidade e conflitos de interesses. **Pesquisa & Debate**. São Paulo. Volume 13. n.1 (21). p. 85-111. 2002.

FERRARI FILHO, F.; ARAÚJO, J.P. Caos, incerteza e teoria pós-keynesiana. **Revista Ensaios (FEE)**. Porto Alegre, v. 21, n. 2, p. 163-182, 2000.

FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O.A.C. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: Uma conciliação possível?. In: **Anais do XXIX Encontro Nacional de Economia**. Associação Nacional dos Centros de Pós-graduação em Economia (ANPEC). 2001. Disponível em: www.anpec.org.br/encontro2001/artigos/200101324.pdf.

FITCH RATINGS. Sovereign Rating methodology. **Criteria Report**. Out. 2007. Disponível em: www.fitchratings.com.

FREITAS, J.T. **Acordo de Basiléia II e Estabilidade Financeira em Países em Desenvolvimento**. Dissertação de Mestrado (Instituto de Economia), UNICAMP. 2008

KAMINSKY, G; SCHMUKLER; S. Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? **World Bank Economic Review**, Oxford, University Press, Vol. 16 (2), Ago. 2002.

KEYNES, J.M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Londres: Macmillan. CW. VII. 1936. Edição Brasileira Abril Cultural, Os Economistas, São Paulo, 1983.

KEYNES, J.M. **A Teoria Geral do Emprego**. 1937. In: Szmrecsányi, T (org.). *Keynes*. Ática, 1984, 2ª ed.

LARRAIN, G.; REISEN, H.; VON MALTZAN, J. **Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings**. OECD Development Centre. Working Paper, n. 124, Abr. 1997.

LIU, Li Gang; FERRI, Giovanni. **How Do Global Credit Rating Agencies Rate Firms from Developing Countries?**. ADBInstitute. Research Paper Series, n. 26, set. 2001.

MACHADO, R.M. **Ratings Soberanos do Brasil: um estudo sobre os impactos de suas mudanças sobre o spread do C-Bond**. Dissertação de mestrado, PUCRJ: Rio de Janeiro, 2005.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. **A Guide to Moody's Sovereign Ratings**. 2006. Disponível em: www.moodys.com.

PRATES, D.M.; FARHI, M. **A crise subprime, o grau de investimento e a taxa de câmbio real**. IE-UNICAMP. 2008.

RUDDEN, R. **Evolution of Credit Ratings**. CariCRIS (Caribbean Information & Credit Rating Services Limited), 2005. Disponível em: www.caricris.com.br.

SILVA, A.C.M.E. **Macroeconomia sem equilíbrio**. Petrópolis, RJ. Editora Vozes. Campinas, SP. FECAMP. 1999

SOARES, C.A.F. **Da Possibilidade de Regulação das Agências de Rating no Brasil**. Monografia (Instituto de Economia), UFRJ,2005.

STANDARD & POOR'S. **Ratings Corporativos**, 2002. Disponível em: www.standardandpoors.com.

_____. **Ratings de Crédito Soberano: Principais Conceitos**. 2004. Disponível em: www.standardandpoors.com.br.

_____. **Historical Timeline: A History of Standard & Poor's**. Company History. 2008. Disponível em: www.standardandpoors.com.

VON MALTZAN, J. REISEN, H. **Boom and Bust and Sovereign Ratings**. OECD Development Centre. Working Paper n. 148, Mar.1999.