

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
PÓS-GRADUAÇÃO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS

VITOR FURTADO JERÔNIMO VELOSO

NO LIMITE DO RISCO: impactos da regulação sobre a atuação das Credit Rating
Agencies

UBERLÂNDIA

2018

VITOR FURTADO JERÔNIMO VELOSO

NO LIMITE DO RISCO: impactos da regulação sobre a atuação das Credit Rating Agencies

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Relações Internacionais

Área de Concentração: Economia Política Internacional

Orientador: Prof^o Doutor José Rubens Damas Garlipp

UBERLÂNDIA

2018

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

V443n
2018 Veloso, Vitor Furtado Jerônimo, 1992-
 No limite do risco [recurso eletrônico] : impactos da regulação sobre
a atuação das Credit Rating Agencies / Vitor Furtado Jerônimo Veloso. -
2018.

 Orientador: José Rubens Damas Garlipp.
 Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Uberlândia,
Programa de Pós-graduação em Relações Internacionais.
 Modo de acesso: Internet.
 Disponível em: <http://dx.doi.org/10.14393/ufu.di.2019.901>
 Inclui bibliografia.
 Inclui ilustrações.

 1. Relações internacionais. 2. Regulação. 3. Política internacional. 4.
Credit Rating Agencies. I. Garlipp, José Rubens Damas, (Orient.) II.
Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-graduação em
Relações Internacionais. III. Título.

CDU: 327

VITOR FURTADO JERÔNIMO VELOSO

NO LIMITE DO RISCO: impactos da regulação sobre a atuação das Credit Rating Agencies

Dissertação apresentada para obtenção do Título de Mestre em Relações Internacionais do Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, pela banca examinadora formada por:

Uberlândia, ____ de _____ de _____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr: _____ Instituição: _____

Assinatura: _____

Prof. Dr: _____ Instituição: _____

Assinatura: _____

Prof. Dr: _____ Instituição: _____

Assinatura: _____

Aos meus pais, Hudson e Rúbia, por sempre acreditarem na minha capacidade, e por nunca terem medido esforços para que eu conseguisse alcançar meus objetivos.

Ao meu irmão Bernard, pelo apoio e incentivo durante toda minha trajetória mas, principalmente, por estar sempre ao meu lado.

E às minhas sobrinhas, Pietra e Helena, presentes que ganhei recentemente e que vieram para iluminar meu caminho durante todo o período deste trabalho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador, prof^o Doutor José Rubens Damas Garlipp, pela paciência e compreensão durante todo o período de execução deste trabalho. Mesmo divergindo acerca da trajetória do trabalho, sempre respeitou e incentivou minha pesquisa.

Agradeço aos meus pais, Hudson e Rúbia, cujo apoio e confiança foram fundamentais para que eu tivesse condições de me dedicar aos estudos e, exclusivamente, a este trabalho.

Agradeço ao meu estimado amigo André Martins, que desde o início do processo seletivo esteve ao meu lado ajudando a pensar, discutir e desenvolver minha pesquisa. Eternos co-autores um do outro. Serei sempre grato pelo seu apoio, meu irmão.

Agradeço à minha companheira Tânia Vieira, pela paciência e força durante todo este processo, e por estar sempre ao meu lado.

Agradeço aos professores do Instituto de Economia e Relações Internacionais (IERI) da Universidade Federal de Uberlândia, pela oportunidade de desenvolver minha pesquisa em meio a profissionais extremamente capazes e comprometidos com a produção científica.

RESUMO

A ruptura da institucionalidade erigida em Bretton Woods significou a progressiva liberalização dos fluxos de capitais internacionais e um passo adiante rumo à globalização financeira. Liderado pelos Estados Unidos (EUA), tal processo aumentou a exposição dos atores ao risco, estimulando a especulação e o desenvolvimento de novos produtos financeiros. Frente à incerteza e à crescente volatilidade dos capitais internacionais, reduzir o risco tornou-se uma das principais metas dos atores públicos e privados. Para suprir tal necessidade, as Credit Rating Agencies (CRA) surgiram como principal alternativa na avaliação dos produtos financeiros e redução da assimetria de informação no Sistema Financeiro Internacional (SFI). Tais agências “ressurgiram” e se expandiram significativamente a partir da década de 70, em grande parte, devido à progressiva incorporação de suas classificações para fins regulatórios, principalmente pelos EUA. Entretanto, durante a década de 90 e o início dos anos 2000, sucessivas crises financeiras colocaram à prova a eficiência e a funcionalidade das CRA’s, gerando uma série de críticas e questionamentos às agências. Porém, foi com a Crise de 2007/2008 que a “onda regulatória” se acirrou. Acusadas por participação direta na crise, as agências receberam um duro golpe sobre sua influência e posição no SFI, vendo suas receitas caírem após um crescimento vertiginoso. Dentre os objetivos da regulação, evidenciava-se a retirada das classificações das regulações norte-americanas, diferentemente do que vinha ocorrendo. Assumindo sua importância para os mercados financeiros, o Congresso norte-americano objetivava reduzir a dependência das classificações de crédito e estimular a competição na indústria do *rating*. Diferentemente do que se esperava, as “*Big Three*” retomaram seu crescimento atingindo níveis anteriores àqueles pré-crise de 2008.

Na tentativa de compreender o porquê da retomada no crescimento de suas receitas e de sua atuação, e se realmente estaria tal “regulamentação” limitando o poder de tais agências, analiso as tentativas do governo norte-americano de estabelecer uma legislação mais rígida para as CRA’s. Para tanto, examino os relatórios, audiências e a legislação surgidos no período de 2000 a 2016, e até que ponto tais mudanças regulatórias avançaram de fato na limitação da atuação das agências. Minha hipótese neste trabalho é a de que, ao invés de limitar o poder das principais CRA’s, tal regulamentação estaria inserindo-as cada vez mais dentro do sistema, tornando-as uma importante engrenagem do SFI. Para corroborar com minha hipótese, utilizo a interpretação de Jamie Peck sobre o neoliberalismo como um programa que pretende a implantação de novas formas de regulação, ou mesmo uma (re) regulação, implantando novos regimes de governança. Por fim, argumento que as CRA’s, aproveitando-se cada vez mais de sua inserção nas regulações internacionais, principalmente nos EUA, foram se tornando cada vez mais importantes para a contínua regulação do sistema financeiro e a disseminação de medidas de caráter neoliberal. Desse modo, a tentativa de regular a indústria do *rating* não foi eficaz em limitar a atuação das agências, e, sim, reorganizou-as de modo a manter sua posição como importantes engrenagens do sistema financeiro, reforçando sua importância para o sistema financeiro e para a reconstrução periódica da governança neoliberal.

Palavras-chave: Credit Rating Agencies. Regulação. Governança Neoliberal.

ABSTRACT

The rupture of the institutionality established at Bretton Woods meant the progressive liberalization of international capital flows and a step forward towards financial globalization. Led by the United States (USA), such process has increased the exposure of risk actors by stimulating speculation and the development of new financial products. Given the uncertainty and increasing volatility of international capital, reducing risk has become one of the main goals of public and private actors. To meet this need, Credit Rating Agencies (CRA) emerged as the main alternative in the evaluation of financial products and reduction of information asymmetry in the International Financial System (SFI). These agencies "resurged" and expanded significantly since the 1970s, largely due to the progressive incorporation of their ratings for regulatory purposes, mainly by the United States. However, during the 1990s and early 2000s, successive financial crises tested the efficiency and functionality of CRAs, generating a series of criticisms and questions to the agencies. However, it was with the Crisis of 2007/2008 that the "regulatory wave" increased. Accused of taking direct part in the crisis, the agencies received a heavy blow over their influence and position in the SFI, seeing their revenues fall after a spiraling growth. Among the objectives of the regulation, it was evident the withdrawal of the classifications of the North American regulations, unlike what had been occurring. Assuming its importance for financial markets, the US Congress aimed to reduce reliance on credit ratings and stimulate competition in the rating industry. Contrary to expectations, the "Big Three" resumed their growth reaching pre-crisis levels in 2008.

In an attempt to understand the reason for the recovery of growth in revenues and performance, and indeed whether such "regulation" would limit the power of such agencies, I analyze the US government's attempts to establish stricter legislation for CRAs. To that end, I examine the reports, hearings, and legislation that emerged in the period from 2000 to 2016, and to what extent such regulatory changes have actually advanced in limiting agency performance. My hypothesis in this paper is that, rather than limiting the power of major CRAs, such regulation would increasingly place them within the system, making them an important force in SFI. To try to corroborate my hypothesis, I use Jamie Peck's interpretation of neoliberalism as a program that seeks to introduce new forms of regulation, or even (re) regulation, by introducing new governance regimes. Finally, I argue that the CRAs, taking advantage of their insertion in international regulations, especially in the USA, have become increasingly important in the continuous regulation of the financial system and in the dissemination of neoliberal measures. Thus, the attempt to regulate the rating industry was not effective in limiting the agencies' performance, but reorganized them in order to maintain their position as important gears of the financial system, reinforcing their importance for the financial system and the reconstruction of neoliberal governance.

Key words: Credit Rating Agencies. Regulation. Neoliberal Governance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Crescimento das receitas das três principais agências de rating no período de 2000 a 2016.....	17
Quadro 1 – Escalas de classificações das Big Three e respectivas interpretações de cada escala.....	29

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AEI	–	Association Enterprise Institute
AIG	–	American International Group
AFP	–	Association for Financial Professionals
APEC	–	Cooperação Econômica da Ásia-Pacífico
BMA	–	Bond Market Association
BW	–	Bretton Woods
CFPB	–	Consumer Financial Protection Bureau
CMO	–	Collateralized Mortgage Obligations
CRA	–	Credit Rating Agencies
CRARA	–	Credit Rating Agency Reform Act
ERISA	–	Employee Retirement Income
EUA	–	Estados Unidos da América
FDIC	–	Federal Deposit Insurance Corporation
FED	–	Federal Reserve
FMI	–	Fundo Monetário Internacional
GB	–	Grã Bretanha
GSE	–	Government Sponsored Enterprises
HER	–	Hipóteses das Expectativas Racionais
HME	–	Hipóteses dos Mercados Eficientes
IOSCO	–	International Organization of Securities Comissions
MBS	–	Mortgage-Backed Securities
NAIC	–	National Association of Insurance
NRSRO	–	Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations
OCC	–	Office of the Comptroller of the Currency
PWG	–	President's Working Group on Financial Markets
RMBS	–	Residential Mortgage-Backed Securities
S&L	–	Savings & Loan Association
SEC	–	Secutirites and Exchange Comission
SFI	–	Sistema Financeiro Internacional
SPV	–	Specific-Purpose Vehicle
S&P	–	Standard & Poor's

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	AS CREDIT RATING AGENCIES E SEU PAPEL NO SISTEMA FINANCEIRO	22
2.1	Quem são as Agências de Classificação de Crédito	22
2.2	Definição de <i>Rating</i> de crédito	24
2.3	A metodologia das CRA's: as escalas de <i>rating</i>	27
2.4	O processo do <i>rating</i>	31
2.5	O papel das CRA's no sistema financeiro: Abordagens teóricas	35
2.5.1	<i>Papel de provedor de informações</i>	37
2.5.2	<i>O papel de certificação</i>	40
2.5.3	<i>Papel de monitoramento</i>	42
3	CONTEXTO HISTÓRICO	45
3.1	Fatores primordiais para o desenvolvimento das CRA's	45
3.1.1	<i>Internacionalização dos mercados de capitais</i>	45
3.1.2	<i>Desintermediação financeira</i>	49
3.1.3	<i>Novos produtos financeiros complexos</i>	51
3.1.4	<i>Crescimento da utilização dos ratings para fins regulatórios</i>	53
3.2	Breve Histórico	57
3.2.1	<i>Fase Pré-Credit Rating Agencies</i>	58
3.2.2	<i>Primeira Fase</i>	60
3.2.3	<i>Segunda Fase</i>	62
3.2.4	<i>Terceira Fase</i>	63
3.2.5	<i>Quarta Fase</i>	74
4	MUDANÇAS NA REGULAÇÃO NORTE-AMERICANA E SEUS IMPACTOS SOBRE AS CRA'S	78

4.1	2002	78
4.2	2003	82
4.3	2004	85
4.4	2005	87
4.5	2006	96
4.6	2007	100
4.7	2008	104
4.8	2009	108
4.9	2010	115
4.10	2011	120
4.11	2013	123
5	A CRISE FINANCEIRA DE 2008 E O PROCESSO DE (RE) REGULAÇÃO ..	125
5.1	A Crise de 2007/2008 e a atuação das CRA's	126
5.1.1	<i>Mercado de Hipotecas e o processo de securitização</i>	127
5.1.2	<i>Crescimento da bolha financeira e o desenlace da Crise</i>	128
5.1.3	<i>O fim da “farra de crédito”: o auge da Crise</i>	130
5.2	O conceito de neoliberalismo e o processo de (re) regulação	137
5.3	O caso das Credit Rating Agencies	142
6	CONCLUSÃO	148
	REFERÊNCIAS	153

1 INTRODUÇÃO

There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful.

Friedman (1996)

The rating agencies are such small entities in such a huge industry. They are like the Panama canal. Crucial but very small. (...) This state of affairs seems to suit the big players well. (...) They bear a heavy responsibility, absolutely, but this exclusive focus obscures how the problems are embedded in the whole system: the big banks, accountancy firms, financial law firms, investment firms, regulators, the financial press (...). They are effectively protecting these other players – who seem quite happy with this arrangement.

Harrington (2012)

So why is France getting downgraded? Because, S&P says, it hasn't carried out the reforms that will enhance its medium-term growth prospects. What does that mean?(...) It's much more about ideology than about defensible economic analysis.

Krugman (2013)

Em seu livro *Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump*, Chesnais (2016) afirmou que enormes quantidades de capital financeiro, chamados por

ele de “capital fictício”, são responsáveis por manter a situação atual da economia mundial. Tais capitais são objetos de incessantes negociações dentro dos mercados financeiros internacionais sendo “alojados em poderosos conglomerados financeiros que possuem a capacidade de ditar suas políticas aos governos através de uma variedade de canais econômicos e instituições políticas” (CHESNAIS, 2016, p. 36, tradução nossa).

Seguindo a linha de raciocínio de Chesnais, os economistas Paulani (2009) e Bresser-Pereira (2010) apontaram que um dos aspectos mais importantes para se comprovar as teses sobre a dominação financeira no atual sistema capitalista é o “enorme crescimento do estoque mundial de ativos financeiros, numa velocidade muito maior do que a apresentada pelo crescimento da renda real” (PAULANI, 2009, p. 29). Partindo de dados distintos, ambos autores entendem que a diferença cada vez maior entre o crescimento da riqueza (capital) financeira e o crescimento do capital produtivo, significa a crescente importância dos mercados e das transações financeiras no mundo todo.

Tal importância dos mercados impulsionou-se com a ruptura da institucionalidade erigida em Bretton Woods (BW) no início dos anos 70, caracterizada pela substituição dos controles das taxas de câmbios por um regime de taxa de câmbio flutuante, resultando em uma abertura para fluxos de capital internacionais mais livres e para a globalização financeira. Consequentemente, o movimento impulsionado pela desregulação cambial e financeira imposta pelas políticas liberalizantes adotadas pós-Bretton Woods, se disseminou pelo Sistema Financeiro Internacional (SFI), principalmente, nas mais importantes economias capitalistas. Paralelamente, tais práticas liberalizantes foram importantes estimuladores do processo de especulação, devido às suas tentativas de “contornar” os sistemas de regulação nacionais. Este processo trouxe consigo uma onda de inovações financeiras, e uma crescente e contínua exposição dos atores ao risco.

Frente à progressiva liberalização de capital liderada pelos Estados Unidos da América (EUA), o mercado financeiro se viu novamente frente a incertezas e ao crescimento da volatilidade dos capitais. Reduzir o risco em suas transações passou a ser um dos principais objetivos de atores privados e públicos. Logo, as avaliações feitas pela agências de classificação de crédito, assim como sua capacidade regulatória, passaram a ser cada vez mais importantes dentro do SFI. Combatendo o problema das assimetrias de informação e a exposição dos investidores ao risco, essas agências fizeram com que tais investidores pudessem ter maior acesso aos mercados financeiros internacionais. Dessa forma, é importante frisar que à medida

que foram ganharam credibilidade, elas foram construindo uma reputação de “especialistas” nas avaliações de risco de crédito.

Adquirindo um estatuto de produção de verdade, tais agências desempenharam um papel singular criando formas de conduta a serem seguidas pelos agentes financeiros em todo o mundo, e assim, disseminando orientações de caráter em prol da liberalização do sistema financeiro. Diversos fatores foram responsáveis por elevar tais instituições ao status de monitoradoras das finanças internacionais. Primeiramente, para que elas conseguissem tal estatuto, foi preciso que os Estados passassem a interpretá-las como atores importantes no mercado financeiro. Uma política econômica, que perpassa uma determinada forma de compreender as finanças e os mercados internacionais, só seria eficiente se as *Credit Rating Agencies* (CRA), representando os interesses do mercado financeiro, vissem tal ação como uma “melhor prática” contra o risco presente no SFI.

Por outro lado, o “ressurgimento” da importância das agências de *rating* e suas classificações, trouxe consigo outro processo importante para sua sustentação como atores singulares nos SFI: a prática de incorporar suas classificações para fins regulatórios (BRUNER; ABDELAL, 2005). Como abordarei na sequência, os Estados Unidos foram um dos primeiros países a introduzir as classificações de crédito em sua regulação já na década de 1930. Porém, foi a partir dos anos 70, que ocorreu o intenso atrelamento das regulações financeiras às classificações de crédito, principalmente nos EUA. Foi neste contexto que as agências de classificação se expandiram a níveis nunca antes vistos.

Partindo dessa ideia, me pareceu interessante analisar o papel das agências de *rating* de crédito e sua inserção nesse contexto de globalização financeira. Dado que tais agências possuem certa credibilidade entre os agentes dos mercados financeiros, elas conseguiram, através do desenvolvimento de seu conhecimento especializado e da respectiva introdução de suas classificações para fins regulatórios, emitir “opiniões” que impactaram o modo de se analisar o “risco” dentro do SFI. Consequentemente, isso lhes assegurou um papel estratégico de produzir verdades, e mesmo, práticas a serem seguidas pelo mercado financeiro.

A nível teórico, compreendendo que as mudanças ocorridas no Sistema Financeiro Internacional estão intimamente ligadas ao desenvolvimento da indústria do rating, assim como das mudanças regulatórias ocorridas a partir do início dos anos 2000, faço uma contextualização histórica evidenciando tal relação. Portanto, antes de analisar as mudanças regulatórias e suas consequências para a indústria do rating, me debrucei nos primeiros capítulos em uma tentativa

de expor quem são essas agências de classificação de crédito e suas funções dentro do SFI. No primeiro capítulo, meu foco foi ambientar o leitor ao objeto de pesquisa. Apesar de serem amplamente mencionadas na mídia em geral, as CRA's não são atores tão discutidos. Sua atuação nos mercados financeiros, seu impacto, sua natureza, e o que são os chamados ratings de crédito ainda são objetos de certo desconhecimento. Expondo de maneira mais sistemática quem são essas agências e sua atuação no SFI, meu objetivo foi deixar claro para o leitor onde, e o quanto elas estão inseridas nos mercados financeiros.

Pautado na ascensão das agências de classificação como importantes atores no SFI, no primeiro capítulo deste trabalho tento dissecar um pouco a chamada “indústria do *rating*”. Pensando nisso, apresento quem são as agências de classificação de crédito, assim como o que são os “*ratings* de crédito”, tão recorrentemente citados em jornais e noticiários. Na sequência, tento esclarecer o processo de definição de tais classificações, mostrando um pouco mais da metodologia utilizada pelas CRA's, os principais critérios utilizados em suas avaliações e as escalas que organizam e representam tais classificações. Por fim, tentando explicar a funcionalidade das agências no SFI, faço uma revisão teórica sobre as principais funções econômicas das agências de classificação e seus *ratings* presentes na literatura.

Já no segundo capítulo, foco em contextualizar historicamente o surgimento e crescimento da indústria do *rating*, apontando diferentes aspectos como responsáveis para a constituição das CRA's como importantes peças do SFI. Pensando nisso, tento apontar quatro fatores, de comum senso por parte da literatura, que ajudam a entender esse processo. São eles: a desintermediação financeira, a globalização dos mercados financeiros de capitais, as inovações financeiras complexas que ocorreram nos mercados de capitais e, por fim, o aumento da utilização das classificações como mecanismo regulatório. Apesar de tais fatores estarem inter-relacionados, tento discuti-los separadamente na tentativa de evidenciar sua importância conferida pela literatura acerca do desenvolvimento da indústria do *rating*.

Munido de tais informações, fica mais claro para o leitor compreender a trajetória histórica das CRA's no contexto internacional. Nesse sentido, no segundo capítulo contextualizo o desenvolvimento das agências de classificação, tendo como pano de fundo, as mudanças no SFI. Para tanto, primeiramente elenco quatro fatores cruciais que possibilitaram a expansão da indústria do *rating*: a desintermediação financeira, a globalização dos mercados financeiros de capitais, as inovações financeiras complexas que ocorreram nos mercados de capitais, e por fim, o aumento da utilização das classificações como mecanismo regulatório. Explicitando a importância de tais mudanças para o desenvolvimento das CRA's,

posteriormente traço um histórico, dividido em fases, com o objetivo de mostrar a relação entre os períodos de mudança do SFI e os movimentos de retração e expansão das agências de *rating*. Porém, como aponto ao final do capítulo, momentos de crise desencadeados no final dos anos 90 atraíram a atenção do governo norte-americano para a necessidade de se regular a indústria do *rating*.

Como mostro no contexto histórico, as décadas de 1970 e 1980 foram fundamentais para a expansão e crescimento das agências de classificação. Porém, a partir dos anos 90, período que ensejou diversas crises financeiras por todo o mundo, as CRA's¹ foram sendo questionadas sobre seu papel no SFI por diversos problemas presentes em suas avaliações. Mesmo enfrentando diversos questionamentos sobre suas atuações, até mesmo acusações de favorecer avaliações, suas receitas continuaram crescendo e, também, sua importância. Consequentemente, desde o início dos anos 2000 já surgiam tentativas de se regularizar a situação de tais agências. Sua não responsabilização pelas avaliações, assim como o suposto oligopólio presente na indústria do *rating*, apontavam indícios da falta de precisão nas suas avaliações.

As agências de classificação foram alvo de intensas críticas e a indústria do *rating*, apontada como praticamente desregulada. Como mostro no terceiro capítulo, o Congresso norte-americano convocou inúmeras audiências para discutir a situação das agências de classificação. Problemas como a opacidade da indústria do *rating* (falta de transparência), atitudes pró-cíclicas das agências, falta de concorrência, conflitos de interesses, entre outros; foram problemas amplamente apontados durante as audiências, e ressaltados por diversos relatórios da *Securities and Exchange Commission* (SEC). Como reação a essa falta de regulação, iniciou-se uma “onda regulatória”, caracterizada por diversas tentativas do governo norte-americano de regular a indústria do *rating*, buscando promover maior transparência, concorrência e limitar a dependência da legislação norte-americana em relação às classificações das CRA's.

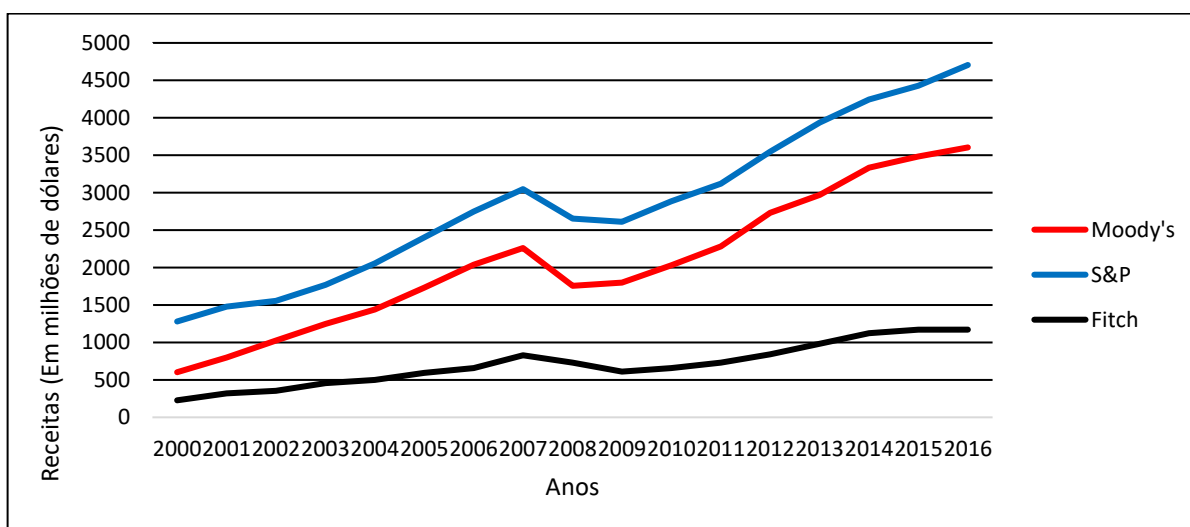
Porém, foi a partir da crise de 2008 que as críticas se acirraram. As agências foram duramente criticadas sobre sua eficácia (HILL, 2009), e se elas realmente possuíam tamanha influência como os agentes do mercado afirmavam (SOUDIS, 2015). Sendo diversas vezes

¹ Apesar de existirem diversas agências de avaliação de risco de crédito, este projeto concentra-se nas três maiores delas: a Standard & Poor, Moody's e Fitch. Somadas, tais agências dominam mais de 90% do mercado global de análise de crédito, e consequentemente, são consideradas as mais influentes no SFI, conhecidas como *the Big Three*.

diretamente responsabilizadas pela crise de 2008, as CRA's receberam um duro golpe sobre sua posição singular na governança financeira internacional, vindo no ano pós-crise suas receitas caírem depois de anos de crescimento vertiginoso. Paralelamente, a SEC e o Congresso norte-americano promoveram um importante debate acerca da regulação dessas agências, passando a exigir relatórios anuais sobre suas atuações e receitas. Com os holofotes virados para si, e juntamente com o aumento da regulação que acompanhou o pós-crise de 2007/2008, era de se esperar que tais agências reduzissem sua atuação no SFI devido à perda de confiança nos seus serviços por parte dos mercados financeiros internacionais. De outra forma, esperava-se que as propostas de regulação, agora mais assertivas, promovessem um limite às suas atividades.

Porém, uma questão importante ainda paira em relação às recorrentes críticas sofridas pelas CRA's. De distintas naturezas, essas críticas foram responsáveis por impactar na confiança dos mercados financeiros nas classificações de crédito. Mesmo sendo duramente criticadas, elas acabaram sendo “absolvidas”. Como consequência e, diferentemente do cenário que se supunha, a partir de 2009 as CRA's passam a auferir receitas crescentes, como aponta o gráfico 1. As “*Big Three*” retomaram o crescimento de suas receitas, assim como de suas avaliações sobre o risco de crédito, mesmo frente à desconfiança, ao cenário de crise e ao recrudescimento das regulações. Apesar de surgirem e se discutirem novas alternativas à essas agências², elas se viram cada vez mais atuantes e inseridas no SFI.

Gráfico 1 – Crescimento das receitas das três principais agências de rating no período de 2000 a 2016



Fonte: Fitch, 2017; Moody's, 2017; S&P, 2017. Adaptado

² Sobre alternativas às CRA's, ver: Rhee (2014)

Dessa forma, o seguinte questionamento surgiu: Por que mesmo depois de duras críticas, e de até mesmo serem tidas como uma das causadoras da crise de 2008, as CRA's continuam aumentando cada vez mais suas receitas e sua atuação nos mercados financeiros internacionais? Estaria mesmo a dita “regulamentação” por parte de órgãos como a SEC, entre outros; limitando o poder de tais agências ou, pelo contrário, estaria tal regulamentação inserindo cada vez mais as CRA's dentro do SFI, tornando-as uma importante engrenagem do SFI? Não estariam as CRA's “fundamentalmente implicadas na reconstrução periódica da governança neoliberal” (PECK, 2010, p. 39)?

Partindo dos questionamentos anteriormente levantados, minha hipótese girou em torno da ideia de que em algum momento desde a introdução das CRA's na legislação norte-americana, as agências de *rating* participaram de um processo de regulação através de uma despolitização. Ou seja, elas moveram a regulação das avaliações sobre o risco de crédito para uma forma de regulação mais tecnocrática, focada em seu conhecimento especializado (CARRUTHERS; BABB; HALLYDAY, 2001; PECK; TICKELL, 2002). Isso possibilitou que cada vez mais elas permanecessem em uma posição singular no SFI. Essa “autoridade” na classificação de crédito garantiu-lhes não somente a confiança dos investidores mas, também, dos governos, especificamente, o norte-americano. Desta forma, o governo norte-americano progressivamente foi utilizando-se das classificações de crédito para fins regulatórios, atrelando-as à sua regulação nacional.

Com o objetivo de tentar corroborar minha hipótese de que o arrefecimento do processo de regulação das agências de classificações teve um efeito inverso ao esperado, resultando em uma manutenção das agências como uma engrenagem importante do SFI, no terceiro capítulo analiso as mudanças na regulação norte-americana e seus impactos sobre as agências de *rating*. Em resposta às sucessivas crises do final dos anos 90, e início dos anos 2000, o Congresso norte-americano teve que analisar a situação regulatória das CRA's até então vigente, bem como abrir a “caixa preta” que representava a indústria de classificação de crédito. Por meio de audiências, relatórios e mudanças na legislação, o governo norte-americano tentou reagir aos impactos negativos causados por tais crises, assim como do que viria a se tornar uma das piores crises financeiras já vistas, a Crise do *Subprime*.

Na tentativa de compreender os desdobramentos do que chamarei de “onda regulatória”, a nível empírico, recorri a diversas fontes primárias relacionadas à regulação norte americana sobre as agências de classificação de crédito. Dentre elas, os chamados “Concept Release”, relatórios emitidos pela SEC descrevendo uma mudança em uma determinada regra proposta.

A SEC, ocasionalmente, publica esses relatórios com o intuito de solicitar opiniões, pontos de vista do público, sobre questões de valores mobiliários para avaliar, de maneira mais robusta, a necessidade de regulações futuras, antes que uma regra proposta seja anunciada. Apesar de focar em questões de valores mobiliários, o “Concept Release” também pode ser utilizado por outras agências regulatórias. Outro tipo de relatório utilizado são os exigidos por legislações anteriores, como no caso da Sarbanes-Oxley Act de 2002. Estes relatórios são elaborados para abordar cada um dos tópicos identificados para estudo da Comissão na lei em questão. De modo semelhante, os “Annual Reports” estabelecem ao Senado norte-americano, o panorama da indústria de classificação de crédito, como as condições de concorrência, transparência, conflitos de interesse, entre outros; assim como os avanços na legislação e seus impactos sobre as CRA’s.

Outra fonte importante para minha pesquisa foram as audiências do Congresso norte-americano que abordaram os problemas existentes na indústria de classificação de crédito e a necessidade de supostas mudanças na regulação. Analiso as audiências que ocorreram no período de 2002 a 2013, logo após a crise das grandes corporações norte-americanas em 2001, que suscitaram tais discussões. Nestas audiências foram debatidos diversos problemas relativos à atuação das CRA’s, principalmente, nos momentos de crise. Por outro lado, também se discutiu como estaria estruturada a indústria do rating, seus problemas em relação à concorrência e à falta de transparência, a falta de responsabilização pelas suas classificações, problemas de conflitos de interesse, entre outros. A grande preocupação do Senado era compreender como estava sendo regulada essa indústria ou se, de fato, ela estaria sendo regulada. Para isso, foram convidados, em diversos momentos, representantes das principais agências de classificação de crédito, assim como de agências menores. De outro modo, foram ouvidos representantes de diversos órgãos regulatórios norte-americanos, acadêmicos da área e profissionais que trabalhavam diretamente nessas agências.

Por fim, fundamental para compreender as mudanças regulatórias que ocorreram na indústria do rating foram as leis federais que regulamentam a atuação das CRA’s. Tal opção metodológica de me concentrar a nível federal se deve ao fato de que, além da regulação norte-americana ser bastante complexa e dividida em vários níveis (federal, estadual e municipal), as próprias discussões acerca da regulação federal sobre as agências de classificação se pautou no excesso de utilização das classificações nos diversos segmentos regulatórios norte-americanos, uma das principais preocupações do Congresso. Portanto, devido à complexidade da regulação

norte-americana, e das numerosas regulações que se utilizam das classificações de crédito, optei por concentrar a avaliação sobre as mudanças à nível federal.

Porém, como mencionei anteriormente, o crescimento das agências de classificação está intimamente ligado aos desdobramentos ocorridos no SFI. Mesmo com o aumento das regulações sobre as agências, o próprio sistema financeiro gera constrangimentos às regulações, devido ao seu movimento em prol da liberalização dos capitais. Desse modo, as tentativas de acelerar as mudanças e aumentar a regulação sobre as CRA's, por parte do governo norte-americano, ao invés de estabelecer limitações à atuação das agências, abriu caminho para novas práticas e formas das agências se desvencilharem das legislações. Portanto, o que se percebe é que a própria legislação, agora cada vez mais “intensa”, ao invés de estar interpondo limites às agências, acabou favorecendo-as. Elas não somente mantiveram sua posição no SFI, como passaram a auferir lucros crescentes, se expandindo globalmente.

Para tentar compreender esse movimento das ondas regulatórias, assim como o impacto do aumento das legislações sobre as agências de classificação de crédito, utilizo da discussão sobre o neoliberalismo proposta por Jamie Peck. Compreendendo o neoliberalismo como um programa político-econômico que possui uma capacidade de reinvenção adaptativa, analiso o processo de (re) regulação das CRA's na tentativa de explicar o porque da rápida retomada das receitas das agências pós-crise de 2007. Marcado por uma dinâmica oscilante caracterizada por falhas e fracassos políticos que demandam uma adaptação improvisada, o neoliberalismo acarreta “uma intensificação de formas disciplinares de intervenção estatal com o objetivo de impor diferentes versões de domínio do mercado” (PECK; THEODORE; BRENNER, 2009, p. 51, tradução nossa). Isso vai ao encontro do movimento regulatório que se estabelece desde o final dos anos 90 na indústria de classificação de crédito.

Portanto, no quarto capítulo utilizo a interpretação de Peck sobre o neoliberalismo como um programa que pretende a implantação de novas formas de regulação, ou mesmo, uma (re) regulação implantando novos regimes de governança, para compreender o movimento de recrudescimento das regulações sobre as CRA's, assim como sua falta de efetividade em limitar a livre atuação das agências e de promover uma análise mais precisa, técnica, e conseqüentemente, menos política. Dessa forma, mostro que a onda regulatória que ocorre na indústria do rating tem um formato que se assemelha muito com a fase *roll-out* da neoliberalização proposta por Peck. Assim, se torna mais claro que esse movimento regulatório, ao invés de limitar a atuação das agências, foi o motor de novas mudanças institucionais que proporcionaram uma saída para as agências de classificação se manterem incrustadas no sistema

financeiro norte-americano e, conseqüentemente, conseguirem se erguer rapidamente depois de um revés em suas receitas após a crise do subprime.

Além disso, faço uma breve exposição do que foi a crise de 2007/2008 ressaltando a atuação das agências de classificação neste momento e suas repercussões. Cerne da minha hipótese, argumento que ao mesmo tempo em que as CRA's sofreram pesadas críticas sobre sua eficácia, elas passaram por um processo de regulamentação que, ao invés de limitar suas atuações e as responsabilizarem, tal processo, na verdade, foi o motor de novas mudanças institucionais e políticas que permitiram a tais agências sua manutenção como atores importantes do SFI, uma (re) regulação. Portanto, um ator privado influenciando os mecanismos de um regime internacional (UNDERHILL, 1995).

Com efeito, o que procuro argumentar é que as CRA's, utilizando-se de seu conhecimento epistêmico sobre as avaliações do risco de crédito, e aproveitando-se cada vez mais de sua inserção nas regulações internacionais, principalmente nos EUA, foram se tornando cada vez mais importantes na contínua regulação do sistema financeiro e na disseminação de medidas de caráter neoliberal. Desse modo, mesmo frente aos questionamentos e as desconfianças por parte do mercado financeiro, elas conseguiram se reerguer e retomar seu papel de singularidade no SFI como possuidoras do conhecimento específico necessário para se fazer as avaliações do risco de crédito. Paralelamente, isso era algo não só demandado pelos agentes individualmente, mas cada vez mais exigido nas regulações internacionais, ou seja, produziu-se uma demanda “artificial” para o que essas agências fazem.

Nesse sentido, esta proposta de trabalho se insere nas discussões sobre o comportamento das agências de classificação e sua importância dentro do SFI. Porém, de uma maneira distinta, busco analisar de que forma elas conseguiram se sustentar em meio a intensas críticas recebidas durante a crise de 2008 e, principalmente, tentar explicar como elas não somente se sustentaram, mas também retomaram seu crescimento a níveis anteriores aos da crise mencionada, expandindo suas atuações de forma significativa. Para isso, no último capítulo analiso as regulamentações no período entre 2000 e 2016, nos EUA, e mostro que as tentativas de controlar as CRA's através do recrudescimento das regulações não serviram de fato para limitar sua atuação no SFI, e sim, para que elas se tornassem ainda mais importantes como parte do sistema regulatório dos sistemas financeiros. Notadamente, reconheceu-se a importância das CRA's e o quanto suas classificações estavam imbricadas no sistema regulatório norte-americano, desse modo, uma complexa área de discussão.

2 AS CREDIT RATING AGENCIES E SEU PAPEL NO SISTEMA FINANCEIRO

Neste capítulo, exploro um pouco mais a “caixa preta” que caracteriza a indústria do *rating*. Primeiramente, defino quem são as agências de classificação de crédito, o que são os chamados “*ratings* de crédito”, e como eles são definidos. Posteriormente, tento mostrar um pouco mais da metodologia utilizada pelas CRA’s, principais critérios utilizados em suas avaliações e escalas que organizam e representam tais classificações. Além disso, exponho como se estrutura o processo geral de definição de uma classificação de crédito passo a passo. Por fim, faço uma revisão teórica sobre as principais funções econômicas das agências de classificação e seus *ratings* presentes na literatura, que tentam justificar sua existência e funcionalidade dentro dos mercados financeiros.

2.1 Quem são as Agências de Classificação de Crédito

Entre as agências de classificação de crédito existe uma disparidade muito grande, podendo elas se diferir tanto em tamanho, quanto em escopo de cobertura (atuação). Outras características que podem diferenciar tais agências são suas metodologias de trabalho, definições sobre o risco de inadimplência (*default*), escalas, entre outras. Tudo isso dificulta a comparação entre as CRA’s (ELKHOURY, 2008). As agências de classificação também se enquadram em duas grandes categorias: as reconhecidas e as não reconhecidas. De maneira geral, as agências de classificação reconhecidas são caracterizadas pelo reconhecimento, por parte dos supervisores dos Estados Nacionais, como aptas à sua utilização para fins regulatórios. Nos Estados Unidos, o órgão responsável por definir e reconhecer tais agentes é a *Security and Exchange Commission*. Segundo a SEC (2017), atualmente existem dez agências reconhecidas no país, porém, em todo o mundo, existem mais de uma centena de agências com diferentes tamanhos e escopos³. As agências não reconhecidas geralmente atuam em setores segmentados, não possuindo reconhecimento para serem utilizadas como mecanismos regulatórios.

Atualmente, as mais conhecidas agências de notação de crédito são a *Standard & Poor’s* (S&P), a *Moody’s* e a *Fitch Ratings*. Como as três juntas representam mais de 90% da indústria do *rating*, elas são conhecidas nos mercados financeiros como as “*Big Three*”. Mesmo a indústria do *rating* de crédito sendo altamente concentrada, existem mais de uma centena de

³ Para saber mais sobre as CRA’s reconhecidas, ver: “Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations” (SEC, 2017).

agências de notação de crédito menores em todo mundo, atuando a nível regional e local, e em diferentes nichos (HUNT, 2009). Nos EUA, essa indústria é ainda mais concentrada entre as duas maiores empresas, a S&P e a Moody's, que juntas possuem aproximadamente 80% do mercado (KATZ, 2009; LYNCH, 2009; WHITE, 2009). Dentre as *Big three*, a Moody's é atualmente uma empresa independente altamente especializada em atividades de classificação. Já a S&P é de propriedade da McGraw-Hill, sendo as atividades de classificação de crédito apenas parte dos demais serviços de informações financeiras fornecidos por ela. E, por fim, a Fitch Ratings é atualmente de propriedade a empresa francesa FIMALAC, que trabalha em diversos segmentos como serviços financeiros, atividades imobiliárias e investimentos (WHITE, 2002; 2009).

De um modo geral, Sinclair (1994a; 2005) define as agências de *rating* como especialistas na área de pesquisa e avaliação de crédito, que fornecem conhecimentos especializados e profissionais sobre as capacidades de uma grande quantidade de emissores (IMF, 2010). De um modo geral, as CRA's são empresas de serviços financeiros que analisam o risco de crédito inerente a um determinado ativo, fornecendo a um investidor uma estimativa sobre a possibilidade de não obter o retorno esperado, o risco de *default*⁴ (ELKHOURY, 2008; HUNT, 2009; KERWER, 1999). Ou seja, elas avaliam e determinam a capacidade futura de um agente (emissor) de arcar com os compromissos (pagamentos) do capital e dos juros no prazo previsto, o que se chama de solvabilidade (ABDELAL, 2007; BAHENA, 2010; KATZ, 2009; KERWER, 2001; KERWER, 2005; KRÄSSUL, 2003; LYNCH, 2009; MARANDOLA; SINCLAIR, 2013; PAUDYN, 2013; SYLLA, 2002; SINCLAIR, 1994b; SINCLAIR 2005).

De outro modo, Farhi e Cintra (2002) apontam que tais agências são empresas privadas, com fins lucrativos, que reúnem informações sobre os agentes e seus investimentos, processando tais informações e fornecendo avaliações de crédito a um custo mais acessível do que se fossem adquiridas pelos agentes individualmente. Portanto, elas fornecessem classificações padronizadas, utilizando métodos de quantificação e comparação, sobre o risco de crédito dos emissores de títulos, a partir de sua capacidade de honrar suas dívidas. Isso facilitaria a decisão de investir por parte dos agentes, fornecendo avaliações a um investidor

⁴ Segundo Bhatia (2002), "S&P, Moody's e Fitch definem a inadimplência (*default*) como: falta de pagamento de uma soma significativa de juros ou principal em um instrumento de dívida na data de vencimento ou dentro dos períodos de carência de juros ou principal aplicáveis, conforme estipulado na escritura de dívida governamental; ou reescalonamento, troca ou outra reestruturação de um instrumento de dívida conduzido de maneira considerada coercitiva, involuntária e angustiada, conforme determinado caso a caso por cada agência" (BHATIA, p. 9, 2002, tradução nossa).

que queira adquirir um determinado tipo de ativo (ações ou títulos, por exemplo) sobre a probabilidade, a estimativa, de não obter o retorno prometido por parte do emissor (KERWER, 1999). De outra forma, o *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA) de 2006 define, assim como estabelecido no *Credit Rating Agency Duopoly Relief Act* do mesmo ano, as agências de classificação de crédito como sendo:

“(...) any person— “(A) engaged in the business of issuing credit ratings on the Internet or through another readily accessible means, for free or for a reasonable fee, but does not include a commercial credit reporting company; “(B) employing either a quantitative or qualitative model, or both, to determine credit ratings; and “(C) receiving fees from either issuers, investors, or other market participants, or a combination thereof” (CRARA, 2006, p. 1328).

Tendo em vista tais definições sobre quem são as CRA’s, torna-se necessário esclarecer qual a sua função e o que elas produzem para os mercados financeiros. Portanto, o que são os chamados “*ratings* de crédito”?

2.2 Definição de *Rating* de crédito

Em 2010, o Fundo Monetário Internacional (FMI), em seu *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*, apontou que apesar da falta de transparência que ainda persiste em relação ao papel das CRA’s nos mercados de crédito, o Fundo reconhecia a importância dos *ratings* em diversos aspectos. Como aponta o relatório, as agências de classificação acumulam informações sobre a qualidade de crédito sobre os tomadores de empréstimos (Estados soberanos, instituições financeiras, corporações e empresas) e suas ofertas de dívidas. Consequentemente, isso permitiria que tais tomadores de empréstimo tivessem acesso aos mercados internacionais, possibilitando a atração de investimentos, assim como, acrescentando liquidez a mercados que anteriormente não eram (IMF, 2010). Além disso, os *ratings* seriam responsáveis por influenciar na determinação dos preços de mercado, e que mudanças nessas classificações, principalmente os rebaixamentos⁵, desencadeariam reações do mercado financeiro. Desse modo, fica claro que as reações do mercado não estão somente associadas a novas informações agregadas e divulgadas pelas CRA’s mas, também, atreladas a uma certa função de “certificação” (IMF, 2010).

Os *ratings* de crédito são definidos como opiniões sobre a capacidade creditícia de empresas, governos, países e os valores mobiliários emitidos por tais entidades (ABDELAL

⁵ Sobre os impactos dos rebaixamentos, ver Kaminsky e Schmukler (2002); Kiff, Nowak e Schumacher (2012); Reinhart (2002a).

2007; MARANDOLA; SINCLAIR, 2014; PAUDYN, 2013; SINCLAIR, 2005). Uma classificação de crédito consiste em uma nota, representada por um símbolo, correspondente a uma determinada probabilidade de inadimplência, e que geralmente é acompanhada de uma justificativa em forma de texto. A grande maioria das agências baseiam suas avaliações na probabilidade de inadimplência relativa, e não absoluta (FROST, 2007). Tais classificações normalmente são disponibilizadas publicamente pela CRA's, apesar de algumas exigirem assinaturas. As três principais agências de classificação de crédito fornecem acesso gratuito a suas classificações, embora cobrem por informações adicionais (MARADOLA; SINCLAIR, 2013).

Segundo Langohr e Langohr (2008), não existe uma definição padrão que estabeleça o que são *ratings* de crédito. Ainda segundo os autores, há uma diversidade de definições, por parte dos órgãos reguladores em todo o mundo, cada qual com uma definição específica. Segundo a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), os *ratings* de crédito são opiniões relativas à solvabilidade (capacidade de honrar com seus compromissos) futura de uma determinada empresa ou obrigação (títulos ou ações), expressa através de um sistema de classificação estabelecida (IOSCO, 2003). Tais opiniões tendem a ser utilizadas pelos agentes econômicos na tomada de decisões sobre investimentos, afetando assim o acesso dos emissores ao capital e, ao mesmo tempo, influenciando a estrutura das transações financeiras e determinando os tipos de investimentos que os agentes podem fazer (SY, 2009). De outro modo, os *ratings* emitidos pelas CRA's também são utilizados por diversos órgãos reguladores para diferentes fins regulatórios em distintos níveis (locais, regionais, nacionais e internacionais).

Para a *Securities Exchange Commission*, o *rating* de crédito reflete “a opinião de uma agência de classificação, a partir de uma data específica, sobre a capacidade creditícia de uma determinada empresa, segurança ou obrigação” (SEC, 2003b, p.5). Devido ao crescimento ao aumento do número de emissores, e do surgimento de produtos financeiros novos e complexos (títulos lastreados em ativos e derivativos de crédito), as classificações de crédito passaram a afetar os mercados financeiros de diversos modos, entre eles: o acesso do emissor ao capital, a estrutura das transações e a capacidade dos fiduciários e outros de realizar investimentos específicos (SEC, 2003b). De outra forma, o *Credit Rating Agency Reform Act* define os *ratings* de crédito como uma “avaliação da capacidade creditícia de um devedor como uma entidade ou em relação a valores mobiliários específicos ou instrumentos do mercado monetário” (CRARA, 2006, p. 2).

Por parte das agências de classificação de crédito, as *Big Three* definem os *ratings* de crédito como “opiniões” prospectivas acerca da qualidade de crédito. Prospectivas, pois utilizam-se uma vasta série de dados históricos para que se possa definir a capacidade do emissor de arcar com seus compromissos. De um modo geral, os *ratings* de crédito expressam opiniões, por parte das agências, sobre a capacidade e vontade de um emissor (corporações, governos, instituições financeiras, entre outros) de honrar suas obrigações financeiras (pagamento de juros e dividendos, pagamento do principal, seguros, etc). Da mesma forma, as classificações expressam uma medida relativa de risco representando uma proporção ordinal do risco de crédito, não fazendo nenhum tipo de previsão sobre a probabilidade de inadimplência ou perda (FITCH, 2017, MOODY’S, 2017; STANDARD & POOR, 2017).

Porém, mesmo entre as três principais agências de classificação existem algumas diferenças em suas definições sobre o que são os *ratings* de crédito. Segundo Langohr e Langohr (2008):

A Fitch enfatiza que as classificações são todas relativas e preocupadas com o padrão. Sua definição destaca a distinção entre a probabilidade de que a inadimplência ocorra e a possível perda para o investidor. A Moody's enfatiza a independência de sua opinião, que lida com o risco de crédito e a disposição do devedor em realizar. Para a S&P, os ratings lidam com a qualidade de crédito, seja do próprio emissor, ou de uma questão específica, e sua opinião é baseada em fatores de risco relevantes. Quaisquer que sejam as diferenças, as três grandes CRAs concordam que uma classificação de crédito é uma opinião sobre se o emissor de uma garantia de renda fixa pagará valores devidos no prazo e integralmente. O ponto comum é que as classificações lidam com a inadimplência e colocam um emissor ou um instrumento em uma escala de menos provável a inadimplência para mais provável a inadimplência (...) (LANGOHR; LANGOHR, 2008, p.24, , tradução nossa).

É importante ressaltar que tais classificações, ao mesmo tempo que fornecem informações sobre a solvabilidade dos emissores e dos ativos, não fornecessem, de forma alguma, orientações acerca de outros aspectos fundamentais para decisões de investimento, como volatilidade dos preços, por exemplo. Da mesma forma, as classificações não definem os preços dos ativos, podendo variar os preços mesmo com classificações semelhantes (KATZ, 2009; SINCLAIR, 1994). De outro modo, as próprias CRA’s enfatizam que suas classificações são apenas “opiniões” pautadas nas informações e na *expertise* que elas possuem, e não recomendações para comprar ou vender determinado ativo (BONE, 2006). Tal posição, como mostrarei posteriormente, vai gerar um intenso questionamento em relação à responsabilidade, por parte das agências, de suas avaliações e suas consequências.

2.3 A metodologia das CRA's: as escalas de *rating*

Como afirmei anteriormente, os *ratings* de crédito nada mais são que julgamentos oferecidos pelas CRA's, relacionados à qualidade de crédito de diversos títulos, governos e, mais recentemente, de securitizações de hipotecas (IMF, 2010). As agências de classificação de crédito chamam tais julgamentos de “opiniões”, uma estratégia importante para que elas possam ser protegidas, dentro dos EUA, pelos auspícios da primeira emenda⁶. Tais opiniões são expressas na forma de classificações, geralmente divididas em graus e representadas por letras (WHITE, 2009; WHITE 2010; WHITE 2010b; WHITE, 2013).

Como apontou Bone (2006), nos primórdios do desenvolvimento do *rating*, as CRA's se limitavam a classificar títulos de dívida. Com o desenvolvimento de diferentes produtos financeiros, as classificações agora se dirigem a duas vertentes, uma focada no emissor, e outra focada nas próprias emissões de uma obrigação financeira⁷. Estas são classificadas de acordo com o prazo de captação dos recursos, sendo de curto ou longo prazo. Exemplos dessas emissões (obrigações) são os *commercial papers*, debêndures, certificados de depósitos, entre outros. Já os *ratings*, focados nos emitentes, também podem ser divididos entre curto e longo prazo⁸, descrevendo os créditos soberanos e os corporativos, por exemplo.

Uma classificação de crédito mede o risco relativo de que uma entidade ou transação não cumprir seus compromissos financeiros, como pagamentos de juros e pagamento do principal, em tempo hábil (IMF, 2010). Para expressar seus *ratings*, as agências de classificação de crédito se utilizam de símbolos que são representados em escalas (letras e números) e divididas em distintas categorias (BONE, 2006; CANTOR; PACKER, 1996; HUNT, 2009). Dando segmento à categorização que já havia sido estabelecida nos mercados bancários, de empréstimos, seguros e poupança, no que tange indicar a qualidade dos instrumentos financeiros, as principais CRA's se aproveitaram desta categorização existente e a replicaram para os *ratings*. São elas: (a) grau de investimento; (b) grau especulativo; (c) grau de *default* ou *junk bond*; (d) outros. De outro modo, para acentuar a relatividade que as notas possuem dentro de cada categoria, as agências se utilizam critérios diferentes. No caso da S&P e Fitch, ela

⁶ “The rating agencies favor that term “opinion” because it supports their claim that they are “publishers”. One implication is that the credit rating agencies thus enjoy the protections of the First Amendment of the U.S. Constitution when they are sued by investors and by issuers who claim that they have been injured by the actions of the agencies” (WHITE, 2010, p.212).

⁷ Sobre as diferentes vertentes dos Ratings e suas especificidades, ver Fitch (2017); Moody's (2017); Standard e Poor's (2017).

⁸ Para saber mais sobre os tipos de escala de classificações de crédito, ver Langohr e Langohr (2008).

incorpora sinais (de + ou -) à sua nota, já no caso da Moody's, difere-se utilizando letras maiúsculas ou minúsculas e números em sequência. Ao mesmo tempo, tais símbolos são os mesmos, tanto para os emitentes, quanto para as emissões de dívida (BONE, 2006; DE HAAN; AMTENBRINK, 2011; HUNT, 2009).

Com o objetivo de facilitar o acesso claro à capacidade de crédito dos emissores e das emissões, a categorização elaborada pelas CRA's passou a ser utilizada pelos investidores como referência para sua tomada de decisão acerca dos investimentos. Investidores com aversão ao risco, que pretendiam se proteger de um suposto não pagamento dos compromissos, optariam por dívidas classificadas pelo grau de investimento, teoricamente mais seguro. De outro modo, investidores mais propensos ao risco, e que anseiam um retorno potencialmente maior, iriam investir em dívidas classificado no grau especulativo.

Apesar de haver algumas diferenças nas escalas de classificação de crédito, todas elas representam um índice *relativo*, e não um valor *absoluto*. Ou seja, representam apenas medidas de referência em relação ao cumprimento das obrigações por parte dos agentes. Assim, essas classificações não fornecem o quanto um ativo é mais ou menos arriscado, nem mesmo qualquer tipo de probabilidade de *default*. As escalas de notação de crédito possuem uma “faixa” que separa os ativos em “grau de investimento” ou “grau especulativo”. Portanto, é necessário entender que as notações feitas por parte das CRA's medem o “risco de crédito”, não determinando nem preço dos ativos, nem mesmo fazendo indicações sobre ativos.

No quadro 1, podemos notar que as escalas de *rating* das três principais agências variam entre AAA (*rating* considerado o mais alto) e D (*default* – classificação considerada a mais baixa). Os riscos relativos são organizados em notas de classificação que geralmente são expressas em termos de identificadores alfabéticos. Por exemplo, da classificação mais alta de crédito à mínima, a Fitch e a S&P usam AAA, AA, A e BBB para risco de crédito de longo prazo com grau de investimento, enquanto a Moody's utiliza Aaa, Aa, A e Baa. Já para identificar grau “especulativo” para risco de crédito a longo prazo, a Fitch e a S&P utilizam a escala BB, B, CCC, CC, C e D, já a Moody's utiliza Ba, B, Caa, Ca e C. Já para destacar as diferenças nas classificações dentro da própria classificação, as diferentes agências utilizam-se de modificadores que variam entre cada uma. Por exemplo, a Fitch Ratings e a S&P usam sinais de – e +, como afirmamos anteriormente, para diferenciar os níveis de classificação. De outro modo, a Moody's utiliza-se de números, ao invés de sinais, para a mesma função (DE HAAN; AMTENBRINK, 2011; FROST, 2007).

Quadro 1 – Escalas de classificações das Big Three e respectivas interpretações de cada escala

Grau	Escala Fitch*	Escala Moody's**	Escala Standard & Poor***	Interpretação
Investimento	AAA	Aaa	AAA	Elevada capacidade do devedor de honrar compromissos financeiros; mais alta qualidade e menor nível de risco de crédito (inadimplência)
	AA	Aa	AA	Qualidade de crédito alta e sujeita a um baixo risco de crédito (inadimplência); elevada capacidade de honrar seus compromissos financeiros
	A	A	A	Denota uma baixa expectativa de risco de crédito (inadimplência); Forte capacidade de honrar com seus compromissos financeiros, porém mais suscetível a efeitos adversos de mudanças de condições econômicas e outras circunstâncias; considerado um grau médio-alto.
	BBB	Baa	BBB	Obrigações apresentam parâmetros de proteção adequados; consideradas de médio grau e sujeitas a um moderado risco de crédito (inadimplência); Capacidade de honrar seus compromissos adequada, mas com maior possibilidade de ser impactada por condições adversas
	BB	Ba	BB	Risco de crédito (inadimplência) elevado, consideradas especulativas; apesar das obrigações possivelmente apresentar algumas características de qualidade e proteção que possibilitam que se honre com os compromissos financeiros, estas podem ser contrabalançadas por incertezas ou por uma maior exposição a condições adversas.

Especulativo	B	B	B	Risco de inadimplência presente, mas o devedor tem uma certa capacidade e honrar com seus compromissos financeiros; esta capacidade de honrar com os compromissos está mais vulnerável às condições adversas e sujeita a ser prejudicada por tais condições;
	CCC	Caa	CCC	Sujeitas a um alto risco de crédito, inadimplência é uma possibilidade real; vulnerável e dependente das condições econômicas e financeiras;
	CC	Ca	CC	Obrigações altamente especulativas e existe uma alta probabilidade de inadimplência (default); risco de crédito muito alto;
	C	C	C	Risco de crédito próximo à inadimplência; altamente vulnerável; o principal praticamente irrecuperável; (Moody's – tipicamente em default)
Default	D	-	D	Default do pagamento; (Fitch): emissor entrou com pedido de recuperação judicial, intervenção administrativa, liquidação ou outro processo de encerramento formal ou que encerrou suas atividades; também utilizado mediante o registro de uma ação de falência ou tomada de ação similar e quando o default de uma obrigação é praticamente certo

*Os modificadores “+” ou “-” podem ser acrescentados ao *rating* para indicar a posição relativa de um crédito na categoria superior de *rating*. Por exemplo, o *rating* de categoria ‘AA’ tem 3 níveis (‘AA+’, ‘AA’, ‘AA-’, cada qual uma escala de *rating*). Tais sufixos não são adicionados para os *ratings* de categoria ‘AAA’.

** A Moody's acrescenta os modificadores numéricos 1, 2 e 3 a cada classificação de classificação genérica de Aa a Caa. O modificador 1 indica que a obrigação está no topo da categoria de *rating* genérica; o modificador 2 indica uma classificação intermediária; e o modificador 3 indica uma classificação na extremidade inferior dessa categoria de classificação genérica.

*** Os *ratings* de ‘AA’ a ‘CCC’ podem ser modificados pela adição de um sinal de mais (+) ou de menos (-) com o intuito de destacar sua posição relativa dentro das principais categorias de *rating*.

Fonte: Fitch, 2017; Moody's; 2017 e S&P, 2017. Adaptado.

Tais classificações fazem parte de uma análise temporal que visa uma razoável estabilidade ao longo do tempo. Devido a isso, as CRA's não incorporam frequentemente novas informações com chances de impactar as classificações emitidas em um determinado momento. Para que haja potenciais mudanças nos *ratings*, existe a necessidade de perspectivas de

inadimplência ou mudanças de valor significativo para o longo prazo. Isso evita constantes mudanças no risco de crédito a curto prazo (CALABRIA; EKINS, 2012). Essa metodologia é importante na redução dos custos, tanto para os emissores, quanto para os investidores, pois é através dela que ambos poderão direcionar menores recursos na garantia de que estejam em conformidade com os requisitos impostos a elas (CALABRIA; EKINS, 2012). De outro modo, os contratos firmados entre ambas as partes incluem os chamados “*ratings triggers*”⁹ (gatilhos de *rating*) que são impactados pelas mudanças nos próprios *ratings* de crédito. Possíveis alterações recorrentes nas classificações de crédito poderiam elevar os custos dos instrumentos financeiros devido a sua susceptibilidade à uma maior volatilidade, podendo ocasionar uma antecipação de pagamentos ou mesmo garantias adicionais (CALABRIA; EKINS, 2012).

A qualidade e precisão das avaliações de crédito são condições dinâmicas que podem deteriorar-se na medida que ocorram eventos que impactem na liquidez e solvência do devedor. Portanto, é compreensível que as CRA’s invistam e deem uma ênfase no monitoramento contínuo da condição dos emissores (SINCLAIR, 1994). Apesar de analisar o histórico dos emissores para fazer suas avaliações, as agências de classificação têm a necessidade de reagir a eventos de forma rápida, fornecendo sinais ao mercado sobre a condição de tais emissores. Do mesmo modo, as agências de classificação mantêm sob vigilância suas avaliações e produtos avaliados, alertando os investidores quando consideram que os desenvolvimentos podem levar a uma revisão de um *rating* existente, para cima ou para baixo (SINCLAIR, 1994). As possíveis considerações relativas à supostas mudanças nas classificações, geralmente, são sinalizadas pelas agências de classificação através de *reviews*, “*outlooks*” e/ou revisões de classificação (conhecidas como *Watchlists*), que são alertas de alteração pré-classificação (BHATIA, 2002; IMF, 2010; SINCLAIR, 2005). Os *outlooks* configuram as visões e opiniões das CRA’s em relação ao desenvolvimento de uma classificação em um médio prazo. Já as *Watchlists*, focam em um horizonte temporal muito mais curto, de alguns meses. Ambos geralmente representam fortes indicadores de possíveis mudanças na classificação de crédito (DE HAAN; AMTENBRINK, 2011).

2.4 O processo do *rating*

O processo de atribuição das classificações de crédito sempre foi tido como “opaco”, na medida que não havia transparência suficiente sobre os detalhes, etapas e procedimentos

⁹ A rating trigger is a contractual obligation to repay more quickly, provide more collateral, or any other such requirement (CALABRIA; EKINS, 2012, p. 5).

utilizados para se definir o *rating* de crédito. Nos últimos anos, com o aumento da demanda por mais transparência por parte do mercado, assim como das autoridades regulatórias, as CRA's passaram a tornar públicos os detalhes e critérios deste processo (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014). Porém, apesar desse aumento na transparência, as deliberações internas feitas pelos comitês internos das agências de classificação ainda permanecessem confidenciais. Consequentemente, é preciso ter em mente que as classificações não são meros cálculos objetivos. Elas são julgamentos pautados em dados qualitativos e quantitativos, analisados e interpretados por comitês que determinam tais classificações (ELKHOURY, 2008). Tal subjetividade na análise deixa pouco claro quais dados prevalecem para a atribuição dos *ratings* (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014).

Desse modo, nos resta a seguinte questão: como é o processo de classificação feito pelas CRA's? Primeiramente, uma classificação de crédito pode ser solicitada ou não-solicitada. A classificação solicitada se caracteriza quando o emissor procura as agências para dar início ao processo, caracterizando uma cooperação entre as partes. Já a classificação não solicitada ocorre quando o processo se dá por iniciativa de uma agência de classificação de crédito, que se baseia para isso tanto em informações públicas, quanto em informações internas da agência (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014).

De modo geral, o processo de *rating* tem seu início através de *inputs* de informação, sejam eles quantitativos e/ou qualitativos. Posteriormente, ocorre o processo de determinação analítica em si, e na sequência, são emitidos os *outputs* do processo (resultados), que se segue com o processo de vigilância que tem continuação após a classificação ter sido feita (SINCLAIR, 2005). Obviamente, existem diferenças nos processos de classificação dependendo de qual emissor ou ativo será avaliado. Porém, de modo geral, o processo segue um mesmo padrão (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014; SINCLAIR, 2005). Como assinala Sinclair (2005),

O processo de *rating* incorpora informações sobre (a) dados quantitativos do emissor sobre sua posição financeira; (b) dados quantitativos que a agência reúne sobre a indústria, os concorrentes e a economia; (c) assessoria jurídica relacionada à emissão de bônus específicos; (d) dados qualitativos do emissor sobre gestão, política, perspectiva de negócios e práticas contábeis; e (e) dados qualitativos que a agência reúne sobre questões como posição competitiva, qualidade de gestão, perspectivas setoriais de longo prazo e ambiente econômico (SINCLAIR, p. 31, 2005, tradução nossa).

Na fase inicial do processo, as CRA's focam na coleta de informações sobre os ativos e/ou emissores a serem avaliados. No caso das empresas, as agências privilegiam os dados sobre

fluxos de caixa que estejam relacionados às obrigações de serviço da dívida. Ou seja, as agências buscam saber o quanto uma empresa é líquida, capaz de honrar com seus compromissos, e se existem problemas que podem impedir que estes compromissos sejam honrados. Além dessas informações, as projeções financeiras dos últimos anos, em seus diversos aspectos, também são importantes nas classificações, porém, essas informações são sigilosas sendo de acesso restrito às CRA's. Por fim, tais informações e dados são complementados por uma pesquisa feita pelas agências sobre os valores das atuais obrigações em aberto, avaliação de ações, e outros dados publicamente disponíveis, que permitem influenciar na base quantitativa da empresa para determinar o futuro pagamento da dívida. Para isso, as agências investem cada vez mais em tecnologias de informação que auxiliam nesse processo de pesquisa (BONE, 2003; SINCLAIR, 2005).

Por parte dos emissores, eles são responsáveis por fornecerem às agências de classificação toda a informação necessária sobre suas escolhas políticas e/ou planos estratégicos. Tais informações, geralmente, são fornecidas na apresentação formal do emissor às agências. Nessas informações incluem, tanto dados quantitativos, quanto qualitativos. Normalmente, essas reuniões abrangem: histórico da empresa ou governo; estratégia ou filosofia corporativa; posição de funcionamento (posição concorrencial, capacidade de produção, redes de distribuição e comercialização); administração financeira e políticas contábeis; e outros tópicos de preocupação, como risco de regulamentação governamental adicional, grandes planos de investimento e litígios (SINCLAIR, 2005). O *rating* mistura dados qualitativos e quantitativos, produzindo um resultado fundamentalmente qualitativo - um julgamento. A maioria das CRAs utilizam-se de uma combinação entre modelos quantitativos e análises qualitativas feitas por analistas treinados (FROST, 2007). Ao mesmo tempo eles utilizam-se de um processo de objetivação pautado na análise econômica e financeira: “e, por assim dizer, se esconder atrás dos números quando é mais fácil do que justificar o que pode, de fato, ser um julgamento difícil para um emissor potencialmente hostil” (SINCLAIR, p. 34, 2005, tradução nossa).

Paralelamente aos fluxos de informações confidenciais, o aspecto mais sigiloso do negócio de classificação é o processo analítico para a produção de julgamentos de classificação de títulos (SINCLAIR, 2005). Na etapa de determinação analítica, as agências dividem equipes de análise que realizam pesquisas em relação a diversos aspectos apresentados pelos emissores, reúnem-se com eles e discutem sobre os dados repassados, preparando um relatório contendo uma suposta recomendação de classificação, e anexado a elas, uma justificativa para tal. Na

sequência, os grupos apresentam os resultados de sua pesquisa e visão a um comitê de classificação formado pelos funcionários sênior da agência, que enfim, fazem a determinação final da classificação em particular (ELKHOURY, 2008). As decisões tomadas pelo comitê de classificação estão sujeitas à apelação por parte do emissor, que depois deliberará sobre uma possível reavaliação (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014; SINCLAIR, 2005).

A fase de *outputs* (saídas) começa no fim da reunião do comitê de *rating*, quando uma determinada classificação é estabelecida. Para os diversos tipos de instrumentos financeiros existem uma diversidade de escalas de classificação. Dentro dessas escalas existem diferentes distinções feitas entre graus de investimento e graus especulativos, que se tornaram convenção no mercado, servindo para demarcar os diferentes títulos entre: títulos seguros, aceitáveis para investimento, porém, de menor rentabilidade; e os títulos especulativos, de alta rentabilidade (SINCLAIR, 2005). Ao determinar a classificação de um determinado instrumento financeiro, as CRA's divulgam seus resultados, sejam em suas públicas periódicas, imprensa regular ou na internet. Estes resultados então são utilizados pelos principais agentes do mercado de capitais (bancos de investimento, fundos de pensão, outras instituições financeiras e agências governamentais) em suas decisões de investimento (SY, 2009).

Segundo Sinclair (2005), é através da divulgação pública que o produto da classificação, as “opiniões”, adquirem “facticidade”. Portanto, é através do processo de reunir informações, analisando todos os fatores que cercam um instrumento financeiro, e reduzindo-os a uma classificação representada por um símbolo, é que faz dos *ratings* algo objetivo e fácil de ser compreendido. A simplificação objetiva das classificações em símbolos, e seu apoio nos modelos quantitativos, é que fazem delas algo tão útil e simples para o mercado financeiro.

Uma vez publicada, as classificações de crédito não deixam de ser monitoradas pelas agências de risco de crédito. Um aspecto fundamental desta etapa, a de vigilância, é que as agências mantêm uma constante fiscalização da condição financeira dos emitentes. Isso ocorre porque a qualidade de crédito, e a precisão das classificações, são condições dinâmicas que estão atreladas às mudanças nas circunstâncias econômicas. É através do monitoramento contínuo que as CRA's podem reagir mais rapidamente a eventos que impactam a situação dos emissores, permitindo que elas forneçam ao mercado, sinais apropriados de possíveis mudanças nas classificações. Portanto, o processo de vigilância deve ser pensado como uma continuação das relações entre emissores, os classificadores e os investidores. O contínuo fornecimento e atualização das informações é fundamental para que se possa dar base à classificação, uma vez

que as mudanças no *rating* podem significar, ou não, se as ações dos emissores condizem com seus planejamentos, garantindo credibilidade frente ao mercado (SINCLAIR, 2005).

2.5 O papel das CRA's no sistema financeiro: Abordagens teóricas

As três principais agências de notação de crédito apontadas anteriormente, são de caráter global, atuando em diversos países no mundo todo. Elas possuem grande importância nos mercados financeiros classificando trilhões de dólares em ativos, e gerando receitas que chegam à casa dos bilhões de dólares todo ano. Porém, um aspecto importante a se compreender é o modo que elas estão inseridas no SFI, e isso nos levanta algumas questões: Como estão inseridas as CRA's nos mercados financeiros? De que modo sua *expertise* contribui para a maior efetividade desses mercados? Por fim, seriam elas apenas fornecedoras de informações, ou exercem algum outro tipo de função?

A literatura que aborda o papel e o impacto econômico das CRA's no mercado, parte do pressuposto de que as agências de classificações são instituições influentes que impactam na própria sobrevivência dos investidores, influenciando tanto no seu acesso aos mercados, quanto nos custos de financiamento. De outro modo, existe um intenso debate se elas realmente possuem valor informacional, ou seja, se elas se antecipam ao mercado na tentativa de prever mudanças, ou simplesmente, elas seguem o mercado reagindo aos eventos que ocorrem, ao invés de antecipá-los (REINHART, 2002a; SY, 2004). Portanto, considerando que elas possuem tal capacidade de influenciar o mercado, suas opiniões, assim como suas classificações, são importantes para a estabilidade financeira. Porém, se elas apenas reagem aos eventos que ocorrem no mercado, elas não teriam relevância informacional prática (KIFF; NOWAK; SCHUMACHER, 2012).

Três teorias se propõem a explicar a capacidade das CRA's de agregar valor aos mercados, assim como as formas pelas quais elas exercem sua influência (KIFF; NOWAK; SCHUMACHER, 2012). A primeira visão foca na atuação das CRA's através da prestação de serviços informações. Nesta, as agências de classificação intermediam as assimetrias informacionais entre os emissores e os investidores gerando informações, e fornecendo um título de reputação. Em segundo lugar, está a função de certificação. Esta tem seu enfoque no papel das agências como fornecedoras de serviços de certificação. Os *ratings* são utilizados como ferramentas de gerenciamento de risco, assim como, utilizadas como mecanismos de regulação. Por último, existe uma literatura que analisa o fornecimento de serviços de

monitoramento por parte dessas agências. Ao fornecer uma estrutura de monitoramento para o processo de emissão de um ativo e do respectivo investimento nele, as classificações acabam por padronizar as ações dos agentes no sistema financeiro, ajudando os investidores no processo de comparação do risco de crédito (DITTRICH, 2007).

A principal e mais tradicional abordagem é a de que as agências de classificação de crédito têm um papel importante como prestadoras de serviços de informações aos mercados financeiros. Em um ambiente marcado por informações assimétricas, as CRA's produzem e disseminam informações sobre o risco instrumentos financeiros, que são utilizadas pelos investidores para tomar decisões sobre investimentos (SY, 2009), e até mesmo, auxiliar na precificação de títulos sensíveis à essa informação (KIFF; NOWAK; SCHUMACHER, 2012). Dado que os custos individuais para se reunir tais informações são altos, as CRA's, ao fornecer e sistematizar tais informações, reduzem tais custos e promovem mercados mais líquidos e, ao mesmo tempo, expandem o número de investidores.

Outra vertente de interpretação afirma que além de fornecer informações, as CRAs também são responsáveis por fornecer serviços de certificação. Isso implica que as classificações feitas pelas agências de *rating* influenciam nos preços dos instrumentos financeiros, além de seus pareceres serem considerados como importantes no que tange à estabilidade financeira (IMF, 2010). Exemplos desses “serviços de certificação” ocorrem quando as classificações são utilizadas por um órgão regulador para determinar os requerimentos de capital mínimo baseados no risco, como no caso dos acordos de Basiléia II. Por outro lado, quando os *ratings* são utilizados para determinar os títulos como graus de investimento, ou não, isso influencia a demanda por eles e a própria liquidez do mercado, servindo como “gatilhos” nas decisões de investimento e supervisão regulatória (KIFF, NOWAK E SCHUMACHER, 2012).

Além dessas vertentes, uma terceira teoria sobre o papel das CRA's tece uma análise baseada nos serviços de monitoramento que essas agências promovem. Boot, Milbourn e Schmeits (2005) apontam que uma importante função das agências de classificação de crédito é a de serem monitoras e provedoras na coordenação de crenças entre os agentes do mercado, influenciando-os a tomar decisões corretivas a partir dos seus serviços de contínua observação. Como a mudança na qualidade de crédito do emissor é observada por todos agentes do mercado, as CRA's não forneceriam nenhum serviço informativo de fato, mas sim, seu valor derivaria, principalmente, de sua função de monitoramento através dos seus mecanismos de vigilância de crédito (KIFF; NOWAK; SCHUMACHER, 2012).

Boot, Milbourn e Schmeits (2005) sugerem que o procedimento de vigilância de crédito é uma ação tomada pelas CRA's através das quais um regime de monitoramento é implementado. Tal monitoramento permite um contrato implícito entre o emissor e o CRA, em que aquele firma, implicitamente, o compromisso de empreender esforços de recuperação na tentativa de mitigar a possível deterioração de sua posição de crédito (e seu *rating*). Consequentemente, esse mecanismo de monitoramento de crédito ajuda a estabelecer um equilíbrio no mercado, desempenhando um papel significativo economicamente (IMF, 2010; KIFF; NOWAK; SCHUMACHER, 2012).

2.5.1 *Papel de provedor de informações*

Nos mercados financeiros, a questão relacionada à capacidade de um mutuário ou de um tomador de empréstimo de honrar com seus compromissos financeiros, sempre foi uma preocupação latente. A inevitabilidade do risco de *default* (não pagamento) que os credores enfrentam, é uma questão fundamental no sistema financeiro (WHITE, 2016). Na teoria econômica ortodoxa sobre o mercado financeiro, a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME)¹⁰, uma vertente da Hipótese das Expectativas Racionais (HER)¹¹, parte do pressuposto de que os mercados financeiros estão em constante equilíbrio, não existindo expectativas de mudanças imprevistas nos preços dos ativos. Ambas teorias têm como pressupostos a racionalidade dos agentes e a utilização de toda informação disponível, com o intuito de maximizar sua utilidade na formação das expectativas (PEREIRA; DA CRUZ URPIA, 2011).

Desde a década de 70, os economistas passaram a questionar o pressuposto de informação perfeita (informações e custos de transação nulos) dos mercados. Akerloff (1970), tentou mostrar como informações imperfeitas entre os agentes poderiam ocasionar um mau funcionamento do mercado. Ele concluiu que para poder alcançar a eficiência dos mercados, seria necessário a existência de mecanismos para mitigar e/ou superar o problema da informação imperfeita (CLAUS; GRIMES, 2003). Portanto,

Nos mercados financeiros, surge uma assimetria de informações entre tomadores e credores, porque os mutuários geralmente sabem mais sobre seus projetos de investimento do que os credores. Intermediários, especializados em coletar informações, avaliar projetos e tomadores de empréstimos, e monitorar o desempenho dos tomadores de empréstimos, podem ajudar a superar o problema de informação. Os intermediários financeiros, portanto, existem porque existem custos de informação

¹⁰ Sobre a Hipótese dos Mercados Eficientes, ver Mussa et al (2008); Pereira e Da Cruz Urpia (2011).

¹¹ Sobre a Hipótese das Expectativas Racionais, ver Fox (2009).

e transações que surgem de informações imperfeitas entre tomadores e mutuantes (CLAUS; GRIMES, p. 2, tradução nossa, 2003).

Na teoria econômica que trabalha com a regulação dos mercados financeiros, existem dois problemas de funcionamento do sistema financeiro que não podem ser resolvidos pelos próprios mercados financeiros *per se*: a assimetria de informações e o “risco sistêmico” (KERWER, 1999). A assimetria de informações seria a incapacidade de se transmitir informações confiáveis para os agentes do mercado, o que dificultaria e/ou impossibilitaria que eles pudessem avaliar a qualidade, ou seja, a capacidade dos devedores de honrar com seus compromissos futuros, gerando perdas de eficiência nos mercados. Concomitantemente, outro problema pelo qual os mercados financeiros estariam propensos seria o de “risco sistêmico”. De forma geral, esse risco seria uma perda de confiança generalizada nos mercados financeiros, e que ameaçaria todo o sistema financeiro (KERWER, 1999).

Tal problema de informação assimétrica se ramifica em dois problemas subsidiários: o primeiro deles é o da “seleção adversa”. Este acontece quando os investidores utilizam de informações privadas sobre seus próprios riscos que permitam distinguir investimentos de alto e baixo risco. Nesta situação, um tomador de empréstimo estaria em uma posição mais favorável para adquirir informações sobre determinado instrumentos financeiros em relação ao credor (emprestador) (IOANNOU, 2016). O segundo problema é o chamado “risco moral”, que ocorre quando um investidor toma decisões que podem afetar a probabilidade de que ele honre com seus compromissos para com o credor¹² (CANUTO; JÚNIOR, 1999; WHITE, 2016). A assimetria de informações dentro dos mercados financeiros cria condições de incerteza, o que gera maiores riscos para os investidores. Estes tendem a ter aversão ao risco e, desse modo, esperam retornos altos sobre seu investimento, dado que precisam assumir um risco maior de um determinado ativo (BAHENA, 2010).

A questão da coleta e da análise de informações foi então se tornando uma necessidade cada vez maior no sistema financeiro. Porém, tal questão envolve diferentes escalas e níveis de especialização que impactam diretamente nos custos de obter tais informações. Dependendo dos custos, os investidores tendem a optar por terceirizar essa função de coleta, análise e sistematização das informações, a uma terceira parte, especialista na área (DEB ET AL., 2011). O processo de desintermediação do sistema financeiro foi um dos principais fatores responsáveis por alçar as CRA’s à sua posição de referência e *expertise* dentro dos mercados

¹² Sobre Seleção adversa e o Risco Moral, ver: Akerlof (1970); Canuto e Júnior (1999); Greenwald (1986); Stiglitz (1982); Stiglitz e Weiss (1981).

financeiros. Ao levar à destituição de algumas instituições tradicionais que anteriormente tinham a função de intermediários, como os bancos comerciais, tal processo gerou problemas de informação tanto para os agentes tomadores de empréstimo do mercado, quanto para os emprestadores (SINCLAIR, 1994b). É nesse vácuo de informação entre os investidores que operam as CRA's. Elas se tornaram uma espécie de intermediários de informações entre os emissores (que proviam as informações) e os investidores (que se utilizavam dessas informações), ou seja, tomaram para si o papel de fornecer as informações necessárias para os agentes dentro do mercado financeiro, na tentativa de reduzir a incerteza inerente ao sistema (KERWER, 2001; LANGOHR; LANGOHR, 2008; WHITE, 2008).

Em um mundo marcado pela assimetria de informações, a necessidade de um intermediário financeiro cresceu com a necessidade de se mitigar esse descompasso de informações (WHITE, 2016). Esta função de terceira parte, tida como independente e confiável (DEB ET AL., 2011), foi relegada às CRA's ao fornecer informações que, por vezes, não são divulgadas ao público por parte dos agentes (KATZ, 2009; LANGOHR; LANGOHR, 2008; WHITE, 2008). Elas atuam de modo a mitigar o problema da seleção adversa nos mercados de capitais (BOOT; MILBOURN; SCHMEITS, 2005; CANUTO; DOS SANTOS; DE SÁ PORTO, 2012; DEB ET AL, 2011). Mais especificamente, ao fazer uso de economias de escala, as CRA's estão em posição de coletar informações e monitorar os tomadores de empréstimos a um custo muito menor do que o investidor individual. Ao disponibilizarem informações por um custo relativamente menor do que se os investidores fizessem sua própria pesquisa, elas reduziriam o custo por parte desses investidores, auxiliando nas decisões de alguns sobre investir ou não (IMF, 2010; PINTO, 2006; RYAN, 2012; SY, 2009).

Portanto, o papel que essas agências exercem no mercado de capitais, e no setor de investimentos, seria o de suprir as informações necessárias, fornecendo economias de escala ao reduzir os custos de tempo e capital, tendo mais eficiência na coleta e disponibilização dessas informações aos agentes do mercado (LYNCH, 2009). As agências de classificação agregam valor ao produzir e fornecer informações relevantes aos investidores através de seus *ratings*. Como fornecedores de informações, elas coletam e processam informações relevantes para avaliar a qualidade de crédito, disponibilizando os resultados de suas análises para os participantes do mercado (FROST, 2007; IOANNOU, 2016; KRÄUSSL, 2003; RYAN, 2012). Consequentemente, as CRA's teriam condições de melhorar a eficiência dos mercados na alocação de capital ao reduzir as assimetrias de informações, o que aumentaria a confiança por parte do investidor, aumentaria a liquidez do mercado, e reduziria dos custos de transação

(BAHENA, 2010, IOANNOU, 2016; KATZ, 2009; LYNCH, 2009). Desse modo, as classificações se tornaram uma das principais ferramentas usadas pelos gerentes de portfólio e pelos credores para ajudar a guiar suas decisões, o que culminou em uma certa dependência dessas agências (IOANNOU, 2016; SY, 2009).

Nesta interpretação, as instituições exercem papéis puramente funcionais dentro do sistema econômico. No caso das CRA's, elas seriam apenas soluções endógenas para os problemas de assimetria de informação e incerteza presentes nos mercados financeiros (KERWER, 2001; SINCLAIR, 1994a). Ou seja, tais agências apenas forneceriam informações neutras que não estariam presentes para os agentes de mercado, ou não tão fáceis de serem coletadas, sendo apenas intermediários entre os investidores e os emprestadores. De outro modo, elas também seriam importantes por fornecerem uma economia de escala, uma vez que aumentariam a eficiência do mercado e reduziriam os custos relacionados aos investimentos (LYNCH, 2009). Portanto, essa visão "neoclássica" do papel das CRA's concentra-se no seu impacto sobre a eficiência e a estabilidade dos mercados financeiros, considerando suas avaliações como neutras e com o único objetivo de superar os problemas advindos da assimetria de informações.

2.5.2 *O papel de certificação*

Além do papel informativo descrito anteriormente, a literatura também enfatiza o chamado papel de "certificação" das classificações de crédito (DEB ET AL., 2011; IMF, 2010). Isso se refere ao uso dos *ratings* para distinguir entre títulos com diferentes graus de risco e para especificar os termos e condições em determinados contratos financeiros. Assim, as classificações servem como ferramenta de regulamentação na supervisão do mercado financeiro - uma visão de "regulamentação baseada em classificação" (DITTRICH, 2007, RYAN, 2012). Ao definir e estruturar os *ratings* em graus diferentes, as agências de classificação acabam definindo padrões a serem seguidos pelos agentes do mercado, como exigências de capital mínimo por parte das instituições financeiras, condições de elegibilidade para acesso ao mercado de capitais, entre outros (DEB ET AL., 2011; ELKHOURY, 2008; FROST, 2007; GONZALEZ ET AL, 2004; IOANNOU, 2016; RYAN, 2012).

As CRA's atuam como certificadoras de instrumentos financeiros, sendo tal função diretamente atrelada à utilização das classificações de crédito no sistema regulatório dos mercados financeiros (RYAN, 2012). Através desse papel de certificação, as classificações

feitas pelas CRA's agem como um limite de qualidade de crédito nos contratos financeiros. Quando esses contratos financeiros são referenciados em mandatos de investimento e *benchmarks* de desempenho, os *ratings* ajudam os investidores a disciplinar seus gestores de recursos, restringindo os investimentos a ativos com certas características de risco (DEB ET AL., 2011; GONZALEZ ET AL, 2004). Nesta interpretação, os serviços de certificação facilitariam as transações no mercado ao estabelecer padrões claros a serem seguidos e, conseqüentemente, promover transparência, servindo como mecanismos de coordenação (GONZALEZ ET AL, 2004; SANGIORGI; SPATT, 2017).

Como afirmou Deb et al (2011), exercendo essa função de certificação, as classificações podem ajudar a resolver problemas de risco moral entre os investidores individuais (principais) e as instituições (agentes) que eles nomeiam para administrar seus portfólios. Dado que pode haver discrepâncias entre os incentivos de ambos em determinado investimento, as classificações ajudam a oferecer um parâmetro de “medição” do risco em torno das decisões de investimento, facilitando-as (GONZALEZ ET AL, 2004). Um exemplo seria quando os administradores de um fundo definem uma decisão de investimento restrita a títulos de grau de investimento. Nesse caso, o principal essencialmente delega o trabalho de monitorar as ações do fundo (agente) para as CRA's.

Uma variante da função de certificação é o uso de classificações dentro da estrutura regulatória. No início, reguladores bancários começaram a usar os *ratings* para monitorar as carteiras de títulos dos bancos. Posteriormente, esse papel regulador foi ampliado e aprofundado, proporcionando às classificações um status "semi-oficial", e reduzindo os incentivos privados das empresas financeiras para realizar sua própria análise de risco. Segundo Dittrich (2007), as CRA's não apenas atribuem uma avaliação de crédito mas, também, emitem uma "licença" para acessar os mercados de capitais ou reduzir os encargos regulatórios, assim como apontou Frank Partnoy. Partnoy (1999) observou um paradoxo na evolução da indústria de classificação de crédito, observando que as CRA's se tornaram mais prósperas em face de um aparente declínio no valor da informação das classificações. Tal crescimento refletiria não apenas a qualidade das classificações mas, também, a utilização dos *ratings* através da sua utilização como mecanismos regulatórios (DEB ET AL., 2011; RYAN, 2012).

2.5.3 *Papel de monitoramento*

Outro papel economicamente importante das classificações de crédito surge do serviço de monitoramento realizado pelas CRA's em apoio ao seu papel informacional (BOOT; MILBOURN; SCHMEITS, 2005; DEB ET AL., 2011; MARANDOLA; SINCLAIR, 2014). Os *ratings* de crédito funcionam como mecanismo de monitoramento auxiliando no problema do risco moral após a concessão de um crédito. Na ausência de monitoramento, um emissor pode atuar oportunisticamente, como um *free-rider*, tomando decisões de risco em seu próprio favor, reduzindo o retorno esperado do investidor. Desse modo, as CRA's investem maciçamente no monitoramento dessas ações, emitindo atualizações periódicas de suas classificações iniciais através de suas revisões (DITTRICH, 2007).

Nesta abordagem, como a mudança na qualidade de crédito do emissor é observada por todos, portanto, as CRAs não forneceriam nenhum serviço informativo. Em vez disso, as CRAs derivariam seu valor, principalmente, de seu papel de monitoramento, mais aparente em seus procedimentos de vigilância de crédito (BOOT; MILBOURN; SCHMEITS, 2005; KIFF; NOWAK; SCHUMACHER, 2006). Boot, Milbourn e Schmeits (2005) apontam que o procedimento de vigilância de crédito não é apenas a disseminação inicial da informação, mas uma ação tomada pelas CRA's através das quais um regime de monitoramento é implementado. O monitoramento de crédito permite um contrato implícito entre o emissor e as CRA's, em que o primeiro promete implicitamente empreender ações específicas - esforços de recuperação - para mitigar a possível deterioração de sua posição de crédito e classificação (RYAN, 2012; SANGIORGI; SPATT, 2017).

Booth, Milbourn e Schmeits (2005) apontam que as classificações de crédito servem como um mecanismo de coordenação em situações em que múltiplos equilíbrios podem ser obtidos (SANGIORGI; SPATT, 2017). As CRA's fornecem um "ponto focal" para as empresas e seus investidores, explorando a relação contratual implícita entre uma agência de classificação de crédito e uma empresa através de seus procedimentos de vigilância de crédito. Dessa forma, as classificações de crédito podem ajudar a fixar o equilíbrio desejado coordenando as crenças dos investidores (RYAN, 2012; SANGIORGI; SPATT, 2017) e, como tal, desempenham um papel economicamente significativo ao selecionar uma alocação de capital mais eficiente (DEB ET AL, 2011; KIFF; NOWAK; SCHUMACHER, 2006). De outra forma, os autores mostram que, ao sinalizar um possível rebaixamento futuro do *rating* por meio de um anúncio de 'previsão negativa' ou 'observação de crédito', as CRA's incentivam um emissor a tomar certas

ações que podem servir para melhorar sua credibilidade. Na medida em que os investidores respondem às mudanças de *ratings* ajustando seus portfólios, tal anúncio carrega a ameaça implícita de que a falta de ação reduziria seu acesso ao financiamento no futuro (DEB ET AL, 2011; MARANDOLA; SINCLAIR, 2014; RYAN, 2012).

Também analisando a função econômica das CRA's, Bannier e Hirsch (2010) fazem uma análise mais aprofundada do papel das *watchlists*, e a função/impacto que tal procedimento de monitoramento e revisão, tem no mercado financeiro. Como afirmam os autores, as agências de classificação de crédito não divulgam apenas simples *ratings* mas, também, anunciam as *watchlists* (revisões de *rating*), assim como, os chamados *outlooks* (perspectivas sobre as classificações) que fornecem indicações de futuras mudanças na classificação de crédito. Eles apontam que o papel econômico das agências de *rating* tem se ampliado, passando de meras fornecedoras de informações e, até mesmo, de certificação de informações, para uma função de monitoramento ativo (BANNIER; HIRSCH, 2010).

Bannier e Hirsch (2010) apontam para duas vertentes explicativas para o procedimento de revisão feito pelas agências de classificação de crédito. Na primeira, esse processo de revisão formal derivaria de uma demanda, por parte dos investidores, por informações mais precisas e estáveis (CANTOR; MANN, 2006). Em relação às medidas de risco de *default* corporativo baseadas no mercado, os *ratings* das agências de classificação se ajustam de modo mais lento. Apesar dos preços de mercado responderem anteriormente às classificações, eles tendem a reagir de forma mais agressiva do que o esperado posteriormente. Ao contrário, os *ratings* das CRA's devem refletir as mudanças na qualidade de crédito apenas quando eles são improváveis de serem revertidos dentro de um período de tempo relativamente curto (BANNIER; HIRSCH 2010). Portanto, neste argumento, as *watchlists* poderiam ajudar a aliviar o conflito entre estabilidade de classificação e a precisão, visto que permitiriam que as agências adquirissem tempo para uma eventual decisão de *rating*, enquanto sinalizam uma atividade de classificação imediata¹³. Consequentemente, isso tenderia auxiliar na melhora do papel de certificação de informações provido pelas CRA's.

Uma segunda vertente argumenta que o processo de revisão e monitoramento podem ser utilizados como um instrumento para coordenar a antecipação do risco de crédito pelos investidores (CARLSON; HALE, 2006). Desse modo, o processo de monitoramento deve permitir que as agências de classificação influenciem as decisões de risco dos agentes,

¹³ Ver Bannier e Hirsch (2010)

ameaçando-os com rebaixamentos de classificação iminentes, e gerando subsequentes reações do investidor (BANNIER; HIRSCH, 2010). Esse “contrato implícito”, que acaba atrelando os investidores e as CRA’s, permite que as classificações precedidas por essas revisões transmitam informações de qualidade diferentes (BOOT; MILBOURN; SCHMEITS, 2005). Por exemplo, um rebaixamento direto sinalizaria a falta de capacidade de um agente de sustentar uma qualidade de crédito específica, já um rebaixamento precedido por um processo de revisão, significaria uma falha na tentativa de sustentar essa posição de crédito, o que indicaria que a empresa tentou exercer o esforço necessário, mas não cumpriu todas as condições levantadas pela CRA para manter o nível de *rating* inicial (BANNIER; HIRSCH, 2010). A consequência desse argumento seria que as *watchlists* criariam um papel ativo de monitoramento por parte das agências de classificação de risco.

3 CONTEXTO HISTÓRICO

Neste capítulo, contextualizo especificamente o surgimento e desenvolvimento das agências de classificação de crédito em relação a outro contexto mais amplo: as mudanças ocorridas no Sistema Financeiro Internacional durante o século XX. Para tanto, divido o capítulo em duas seções gerais: na primeira, aponto quatro fatores, evidenciados pela literatura, que foram essenciais no desenvolvimento das CRA's; já na segunda seção, traço o contexto histórico de desenvolvimento da indústria do *rating*, dividindo-o em cinco fases que identificam as mudanças pelas quais as agências de classificação passaram, e os impactos das mudanças no SFI neste desenvolvimento.

3.1 Fatores primordiais para o desenvolvimento das CRA's

A literatura que aborda o surgimento e crescimento da indústria do *rating* aponta diferentes aspectos responsáveis para que as CRA's pudessem se constituir como peças importantes do SFI. Tais aspectos representam desde mudanças nas legislações nacionais dos bancos (principalmente no caso norte-americano), até mudanças nos mercados financeiros internacionais. Em vista disso, tentarei elencar quatro fatores, de comum senso por parte da literatura, que ajudam a entender esse processo. São eles: a desintermediação financeira, a globalização dos mercados financeiros de capitais, as inovações financeiras complexas que ocorreram nos mercados de capitais, e por fim, o aumento da utilização das classificações como mecanismo regulatório. Entretanto, é preciso ficar claro que esses quatro fatores estão interconectados e ocorrem conjuntamente durante as mudanças pelas quais o SFI passa desde o início da década de 30. Dessa forma, o intuito aqui é apenas separá-los, para fins didáticos, na tentativa de evidenciar a importância desses processos conferidos pela literatura acerca do desenvolvimento da indústria do *rating*.

3.1.1 Internacionalização dos mercados de capitais

Como afirmei anteriormente, o período compreendido entre a década de 1960, e início da década de 1970, não foi favorável às CRA's. Devido à relativa estabilidade econômica e financeira, as agências de *rating* se mantiveram pequenas e, até mesmo, relegadas a segundo plano. Porém, até a década de 1990, as CRA's expandiram seus negócios de forma acelerada (SYLLA, 2004; PARTNOY, 1999). O fim dos acordos de Bretton Woods significou a substituição dos controles das taxas de câmbios por um regime de taxa de câmbio flutuante, o

que culminou em uma abertura para os fluxos de capital internacionais mais livres e a globalização financeira (SYLLA, 2004). O processo de globalização financeira¹⁴ foi um dos principais fatores que possibilitaram o aumento do papel do *rating* e, consequentemente, das agências de classificação de crédito (CALABRIA; EKINS, 2012; SINCLAIR, 1994).

Segundo Fiori (1997), o final da década de 1960, e início dos anos 70, foi um período marcado por intensas transformações no Sistema Financeiro Internacional (BAER; CINTRA, 1994; FERREIRA, 2012). Os capitais europeus e norte-americano, em busca de sua expansão e investimentos, passaram a “contornar” os sistemas de regulação dos Estados, interpenetrando nos sistemas de regulação nacional. Após pôr fim à conversibilidade do dólar em ouro e, posteriormente, com a adoção das taxas de câmbio flutuantes, os Estados Unidos colocaram fim ao Sistema de Bretton Woods. Para suportar os contínuos ataques especulativos ao dólar, e o consequente questionamento da hegemonia dos EUA, os norte-americanos iniciaram, no fim dos anos 70 e início dos anos 80, a chamada “diplomacia do dólar”. Por meio desta, o mundo se viu cada vez mais pressionado a liberalizar os fluxos internacionais de capital, passando a financiar a crescente dívida (pública e externa) dos Estados Unidos (BAER; CINTRA, 1994; TAVARES, 1997). Devido ao abandono do dólar como âncora internacional, o mercado de câmbio se tornou uma arena em que os ativos financeiros e as moedas estavam cada vez mais imbricados, e as finanças internacionais, isentas de regulação (GARLIPP, 2001). Esse desequilíbrio monetário e cambial, somado ao excedente de petrodólares, culminou em uma forte expansão do circuito interbancário, estimulando o surgimento de operações que escapavam do controle e da regulação dos bancos centrais (BELLUZZO, 1995).

O processo de desregulação e suas consequências, se disseminaram por todo o SFI, principalmente, nas mais importantes economias capitalistas, como Inglaterra e Japão. As práticas de “contornar” os sistemas de regulação nacionais, deram impulso às práticas liberalizantes (públicas e privadas) e estimuladoras da especulação. O surgimento desse espaço não regulamentado impactou a concorrência entre os agentes do mercado, culminando em uma onda de inovações financeiras (BAER; CINTRA, 1994; GARLIPP, 2001). A utilização de técnicas de administração de passivos por parte dos bancos, assim como, práticas de financiamento direto por parte das grandes empresas, através de *commercial papers*, inauguraram um período de grande instabilidade e incerteza dos mercados financeiros,

¹⁴ “A globalização financeira abrange mudanças mundiais na forma como os mercados financeiros são organizados, aumentos no volume de transações financeiras e alterações na regulamentação governamental” (SINCLAIR, 2005, p. 2, tradução nossa).

consequentemente, da necessidade de se proteger dos riscos inerentes a esse ambiente de instabilidade. Diante do crescimento das inovações financeiras e da integração crescente dos mercados, as fronteiras anteriormente bem definidas entre instituições bancárias e não-bancárias, se alteraram de maneira significativa. Consequentemente, isso provocou um crescimento da participação das instituições não-bancárias no sistema financeiro (GARLIPP, 2001).

Seguindo o afrouxamento dos controles de capitais por parte dos Estados Unidos, outros governos também começaram a experimentar uma maior mobilidade para o capital. Da mesma forma, as empresas privadas norte-americanas, e do exterior, começaram a explorar os mercados internacionais de capitais (ABDELAL, 2007). De outro modo, “o permanente desenvolvimento dos mercados financeiros, alavancado por avanços nas telecomunicações e tecnologias de processamento de informações, prejudicou os esforços para conter os fluxos financeiros internacionais” (EICHENGREEN, 1995, p.182-183).

(...) A ‘globalização financeira’, que ganha impulso nos anos 1980 e se consolida nos anos 1990, é um processo que resulta não do movimento espontâneo e autônomo das forças de mercado, mas das tendências incrustadas no Sistema Financeiro Internacional a partir da emergência do euromercado e da adoção de taxas de câmbio flutuantes a partir de 1973. O determinante central do processo, pois, são as decisões políticas dos países do núcleo orgânico capitalista, mais especialmente do governo dos Estados Unidos que, desde fins dos anos 1960, busca assegurar a supremacia do dólar no sistema monetário e financeiro internacional (GARLIPP, 2001, p.131).

A globalização financeira então se caracteriza como um processo cujas raízes podem ser identificadas com a emergência e desenvolvimento do mercado de eurodólares, ou seja, do colapso do sistema de Bretton Woods. Ela pode ser entendida como um movimento impulsionado pela desregulação cambial e financeira imposta pelas políticas liberalizantes desde a ruptura da institucionalidade econômico-financeira erigida em Bretton Woods. Tais políticas condizem com uma estratégia de retomada da hegemonia norte-americana, por meio da ‘diplomacia do dólar’, sobre os destinos da economia mundial capitalista (BELLUZZO, 1995; TAVARES, 1997). Elas obrigaram o restante do mundo capitalista a liberalizar os fluxos internacionais de capital (desregulação financeira) e a financiar as crescentes dívidas pública e externa dos EUA (BAER; CINTRA, 1994). Consequentemente, isso aumentou prodigiosamente os fluxos de capital financeiro desterritorializados (*off-shore*) (GARLIPP, 2001).

O crescimento da atividade financeira internacional estimulou o aumento de grandes fluxos de capital especulativos (HELLEINER, 1994). Estes, por sua vez, foram acompanhados

por um forte movimento especulativo que gerou instabilidade no SFI, levando a severas crises financeiras. Desse modo, o processo de liberalização pela qual passaram os mercados financeiros, aumentou a exposição dos investidores à incerteza e ao risco, o que evidenciou ainda mais a importância dos mecanismos de informação e análise (SINCLAIR, 2005). Surgem então, novos atores da ‘financeirização global’, dentre eles, os fundos mútuos, as seguradoras e os fundos de pensão e inversores institucionais e, conseqüentemente, das agências de classificação de crédito.

A crescente necessidade de informações e avaliações relativas à credibilidade dos agentes de mercado (empresas e/ou governos), impulsionou a demanda pelas classificações de crédito. Os investidores internacionais, buscando cada vez mais diversificar seus investimentos, perceberam a necessidade de uma melhor compreensão sobre o risco e, conseqüentemente, os benefícios de fazer uma diversificação do seu *portfólio* de investimentos. Dada sua falta de conhecimento sobre a situação dos países e empresas, e seus títulos, os investidores acabaram por abrir um largo caminho para as CRA’s, contando com seus serviços de análises de crédito mais qualificadas (LANGOHR; LANGOHR, 2008).

A diversificação nos investimentos também foi importante para fomentar a inovação e ampliação das negociações a nível internacional: “as carteiras de investimentos de títulos tornaram-se mais eficientemente diversificadas em termos geográficos e em setores que as carteiras de empréstimos bancários” (LANGOHR; LANGOHR, 2008, p. 383, tradução nossa). Isso gerou resultados positivos para as CRA’s, na medida que permitiu que os mercados pagassem prêmios mais altos pelos títulos de risco, assim como, induziu a criação e a utilização de novos produtos financeiros, como securitizações e derivativos, entre outros (BAER; CINTRA, 1994).

De fato, isso mostra como as mudanças no SFI intensificaram o crescimento e o raio de atuação das CRA’s. Somado a todos esses fatores, a introdução de novos produtos financeiros no leque das classificações, também possibilitou o crescimento da demanda pelos produtos fornecidos por elas, assim como, representaram uma parcela substancial dos lucros das CRA’s. Ao apontar o crescimento das agências de *rating* de crédito, Partnoy (1999) afirmou que o número de funcionários dessas agências havia crescido mais de dez vezes entre meados da década de 1980 e 1990. Ainda segundo o autor, também houve um crescimento considerável no número de avaliações de empresas e sua respectiva expansão a diversos outros países do mundo. Portanto, a demanda pelas classificações globais nasceu e se desenvolveu, “e as CRA’s expandiram suas atividades de classificação globalmente para responder a essa necessidade.

Como resultado, elas acabaram ocupando o centro do teatro do mundo dos mercados de capitais” (LANGOHR; LANGOHR, 2008, p. 384, tradução nossa). Seguindo esta tendência, governos ao redor do mundo “também começaram a incorporar as classificações das agências em seus próprios regulamentos financeiros como pontos de referência para a exposição do público investidor a várias categorias de risco de *default*” (ABDELAL, 2007, p. 168, tradução nossa).

3.1.2 *Desintermediação financeira*

O processo de desintermediação financeira beneficiou significativamente as CRA's. Sob pressão da globalização financeira, os bancos foram pressionados a desvincular-se dos investimentos, pelo menos, dos que exigem largas somas de capital, o que abriu caminho para que as agências de *rating* se consolidassem (SINCLAIR, 2005; ABDELAL, 2007). Porém, uma questão fica em aberto: O que significa esse processo de desintermediação financeira?

Inicialmente, o suprimento de capitais para investimentos advinha, de forma dominante, diretamente de empréstimos bancários. Ou seja, os bancos atuavam como intermediários financeiros entre emprestadores e tomadores de fundos (capitais). Tais bancos emprestavam dinheiro aos mutuários, na forma de depósitos, colocando sua reputação em risco. Desse modo, não havia relação contratual entre as partes (emprestadores e tomadores), e sim, ambas tinham relações contratuais diretas com o banco, que fornecia suas garantias (SINCLAIR, 2005). Os bancos eram os responsáveis por analisar a solvabilidade dos potenciais tomadores de empréstimos em nome dos emprestadores (ABDELAL, 2007).

Frente às mudanças que ocorriam na economia internacional e no sistema financeiro global, os depositantes buscaram formas mais atraentes de investir seu dinheiro. Do mesmo modo, os tomadores de empréstimos (mutuários) buscavam cada vez mais os fundos de investimentos, ou seja, capitais para investimentos de outras fontes que não mais fossem os bancos. Portanto, a desintermediação financeira foi o processo de substituição do financiamento bancário (por meio de empréstimos), pelo financiamento adquirido no mercado (na forma de títulos) (LANGOHR; LANGOHR, 2008; SINCLAIR, 2005).

A globalização financeira iniciada no final da década de 70, com a implantação de políticas de liberalização por parte dos EUA e Inglaterra, se disseminou durante os anos 80 pelos principais Estados capitalistas e, posteriormente, para os países emergentes. Nesse período, merece destaque a participação crescente dos mercados financeiros e das instituições

não-bancárias. O surgimento de novos atores nesse processo de expansão dos mercados financeiros, dentre eles os fundos mútuos do mercado monetário, as seguradoras, os fundos de pensão, os inversores institucionais, entre outros (BELLUZZO, 1997); acabaram por impulsionar o crescimento dos mercados derivativos. Foi o comportamento e a lógica desses atores que acabaram imprimindo um viés financista à dinâmica de acumulação contemporânea, submetendo os demais agentes do mercado a uma lógica financeira centralizada tanto no que toca à fixação de parâmetros de rentabilidade, quanto à distribuição de risco (TAVARES; MELIN, 1997). Como pontuou Belluzzo (1997), foi sob tais condições de incerteza que os agentes foram obrigados a formular estratégias com base numa avaliação “convencionada” sobre o comportamento dos preços. Nesse caso, também as agências de classificação de crédito foram importantes no que se refere à sua capacidade de influenciar a “opinião dos mercados” (COUTINHO; BELLUZZO, 1996). Como mencionei no capítulo anterior, as CRA’s, assim como esses novos atores, foram, e continuam sendo, responsáveis por formar convenções e práticas, imbuídas na necessidade de se minimizar os impactos das assimetrias de informação.

Portanto, o processo de desintermediação que ocorre devido ao avanço das inovações financeiras e da integração dos mercados, não significa uma ausência completa de intermediação. Ele modifica as relações entre as instituições bancárias e não-bancárias, alterando as fronteiras anteriormente estabelecidas entre eles. Devido à crescente procura por formas de financiamento diretas, a desintermediação financeira levou a uma redução da importância do papel tradicional de intermediação dos bancos. Consequentemente, isso gerou um aumento da participação das instituições não-bancárias no sistema financeiro. Isso implicou em uma diversificação da captação e aplicação de recursos financeiros em direção aos inversores institucionais. Foi esse movimento que impulsionou o crescimento da participação das emissões de títulos de dívida por parte de empresas privadas, visto que, por meio destes instrumentos, elas puderam captar recursos diretamente nos mercados monetários e de capitais (COUTINHO; BELLUZZO, 1996; GARLIPP, 2001).

A decisão, crescentemente difundida por parte dos emprestadores (detentores) e dos tomadores de capital, de investir diretamente em valores mobiliários (títulos, fundos mútuos, etc.), gerou consequências sobre os riscos e os prêmios associados a tais valores mobiliários (ABDELAL, 2007). A desvinculação da relação entre o provedor de capital e seu usuário, antes feita pelos bancos, provocou uma necessidade cada vez maior de “diligência prévia” (LANGOHR; LANGOHR, 2002). Esta refere-se ao processo de análise e investigação de uma oportunidade de negócio a ser feito por parte de um investidor, a fim de avaliar os riscos

existentes na operação. Ou seja, essa necessidade de investigar e analisar todo o histórico do investidor e de sua situação financeira, impulsionou fortemente a crescente demanda por *ratings* de títulos por parte dos agentes do mercado. Com efeito, esse processo de desintermediação financeira beneficiou amplamente as CRA's (ABDELAL, 2007; SINCLAIR, 1994; 2005; SMITH; WALTER, 2002). Com a mudança no fluxo de investimentos, os capitais passaram a fluir diretamente dos próprios investidores para os emissores dos ativos financeiros, dispensando a necessidade de intermediários (ABDELAL, 2007). Esse redirecionamento dos fluxos financeiros gerou ganhos significativos para os usuários finais do sistema financeiro (SMITH; WALTER, 2002).

Dessa forma, o caminho deixado pelos bancos comerciais e de investimento no mercado de análise de crédito, devido aos seus custos, deram às CRA's o caminho livre para preencher tal função “à medida em que o financiamento corporativo baseado no mercado se tornou mais comum e a demanda por *ratings* aumentou rapidamente” (CALABRIA; EKINS, 2012, p.6, tradução nossa). As agências de *rating* se aproveitaram disso incorrendo nos custos, especializando cada vez mais, e expandindo seus negócios a diversos outros locais, atividade que se tornava cada vez mais lucrativa e atraente (LANGOHR; LANGOHR, 2008). Algumas delas até mesmo alcançaram um escopo global, avançando em direção ao mercado financeiro de diversos países e nos mais diferentes tipos de produto financeiro.

3.1.3 *Novos produtos financeiros complexos*

Segundo Garlipp (2001), a função primordial exercida pelas inovações financeiras¹⁵ está na administração e/ou cobertura de riscos financeiros. Apesar de sua função de cobertura contra riscos financeiros, as inovações financeiras tornaram-se uma das causas da instabilidade financeira, constituindo assim, instrumentos particularmente eficientes para os especuladores. Isso porque elas permitem a reestruturação dos riscos individuais e sua transferência para terceiros. Juntamente com o desenvolvimento das tecnologias financeiras e das comunicações,

¹⁵ “Complex financial products refers a financial products, whose terms, features and risks are not reasonably likely to be understood by a retail customer (as that term is defined in individual jurisdictions) because of their complex structure (as opposed to more traditional or plain vanilla investment instruments), and which are also difficult to value (i.e., their valuations require specific skills and/or systems, particularly when there is a very limited or no secondary market). The term generally includes, but is not necessarily limited to, structured instruments, credit linked notes, hybrid instruments, equity-linked instruments and instruments whose potential pay-off is linked to market parameters, asset-backed securities (“ABS’s”), mortgage-backed securities (“MBS’s”), collateralized debt securities, and other financial derivative instruments (including credit default swaps and covered warrants). The term does not include conventional equities, conventional bonds, plain vanilla unit trusts and mutual funds and exchange-traded standardized derivatives contracts” (IOSCO, p. 5-6, 2013).

que possibilitaram o crescimento do comércio destes produtos, os produtos financeiros alavancaram o processo de desintermediação, assim como a expansão dos mercados de capitais (LANGOHR; LANGOHR, 2008).

Tais produtos, cada vez mais complexos, instigaram a demanda pelos *ratings* de crédito. Produtos como “securitizações, hipotecas, recebíveis de cartões de crédito e até empréstimos bancários estão sendo transformados em títulos negociáveis que podem ser comprados e vendidos em mercados de capitais” (SINCLAIR, 2005, p.3, tradução nossa). Desde o início da década de 70, o número de diferentes instrumentos classificados por tais agências aumentou exponencialmente (WHITE, 2002), sejam os de obrigações (títulos), assim como os de outros instrumentos de financiamento: papéis comerciais, instrumentos de financiamento estruturado, depósitos bancários e empréstimos (LANGOHR; LANGOHR, 2008).

Essa proliferação de instrumentos financeiros estruturados¹⁶ como produtos de investimento mostra como a inovação financeira levou a necessidades cada vez maiores de avaliações de crédito (LANGOHR; LANGOHR, 2008). “O crescimento da securitização, ou “finança estruturada”¹⁷, tem sido um dos desenvolvimentos mais importantes em finanças nos últimos 25 anos” (HUNT, 2009, p. 7, tradução nossa). O processo de securitização permitiu aos agentes do mercado “melhorar” seus ativos, ao transformar ativos “podres” (*junk bonds*) em títulos negociáveis (BAER; CINTRA, 1994). O surgimento de novos produtos financeiros complexos não só expandiu o escopo das CRA’s, eles também impulsionaram a inovação das metodologias e dos instrumentos utilizados pelas agências para conseguir avaliá-los. As CRA’s ampliaram seu número de analistas e suas equipes, assim como, desenvolveram novas escalas para a classificação desses produtos (SINCLAIR, 2005).

De forma semelhante aos avanços feitos pelas CRA’s para conseguirem se estabelecer e expandir suas análises nas primeiras décadas do século XX, as agências continuam a se desenvolver em resposta às inovações financeiras que vêm surgindo, sendo suas avaliações cada vez mais requisitadas, e suas receitas refletindo tal necessidade. Porém, o crescimento desses novos produtos financeiros trouxe consigo inúmeros problemas. Devido à complexidade e a rapidez com que surgem tais produtos, as CRA’s têm dificuldades em analisá-los e avaliá-los. Para alguns comentadores, tais dificuldades se refletiram durante as crises de 2001 e 2008.

¹⁶ Sobre os instrumentos financeiros estruturados ver Farhi e Cintra (2008); IMF (2010); Freitas e Cintra (2008); FSF (2008); Selig (2011); Turner (2009).

¹⁷ Sobre a “Finança estruturada” e “Securitização”, ver Ashcraft e Schuermann (2006); Hunt (2009); Klee e Butler (2002); Selig (2011).

Nesta última, “muitos observadores argumentaram que as altas classificações de crédito não merecidas sobre novos produtos financeiros contribuíram materialmente para a turbulência” (HUNT, 2009, p.4, tradução nossa). Para muitos, isso afetou a própria confiança dos investidores, o que gerou consequências adversas graves para o SFI.

3.1.4 *Crescimento da utilização dos ratings para fins regulatórios*

Grande parte da literatura se apoia na relação entre o crescimento das CRA's e a utilização de suas avaliações para fins regulatórios (ABDELAL, 2007; CALABRIA; EKINS, 2012; HUNT, 2009; LANGOHR; LANGOHR, 2008; MARANDOLA; SINCLAIR, 2013; PARTNOY, 1999, 2002; SINCLAIR, 2005; SYLLA, 2001; WHITE, 2009, 2010, 2013). Uma das críticas mais enfáticas acerca dessa relação foi feita por Partnoy (1999). No que ficou conhecido como a “*Partnoy's Complaint*”, o autor criticou diretamente as autoridades regulatórias financeiras e sua utilização excessiva dos *ratings* nos processos regulatórios. Em sua visão, as CRA's conseguiram se manter e expandir desde a década de 1930, mas principalmente, a partir da década de 1970, devido ao enfoque de seus negócios voltados a vender “licenças regulatórias”¹⁸. A partir do atrelamento das regulações financeiras às classificações feitas pelas agências, elas não mais precisaram depender fielmente do seu capital reputacional, e nem de fornecer classificações de qualidade. Isso explicaria como os *ratings* possuíam “um grande valor de mercado, mas pouco valor informacional” (PARTNOY, 2002, p.66, tradução nossa).

Como afirmei anteriormente, a década de 1930 representou um marco de mudanças para o desenvolvimento das CRA's. Foi nesse período que os bancos comerciais e seus reguladores, passaram a introduzir os *ratings* como um quesito exigido para suas práticas. Um fator essencial para que se tomassem tais medidas para incorporar as classificações às regulações dentro dos EUA, foram as ressonâncias produzidas pela crise de 1929 no mercado financeiro (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014). A pauperização da qualidade do crédito e seus impactos nas instituições norte-americanas levaram o governo a tomar atitudes drásticas já em 1931.

Entre as décadas de 1940 e fins da década de 1960, as condições econômicas norte-americanas estáveis, assim como do mercado financeiro, levaram a uma pouca utilidade e visibilidade para as CRA's. Grande parte dos títulos emitidos possuía “grau de investimento” e

¹⁸ Por licenças regulatórias, Partnoy (2002, p. 66, tradução nossa) descreve “os valiosos direitos de propriedade concedidos às classificações de crédito em virtude de uma regulamentação dependente da classificação”.

a chances de *default* (inadimplência) eram baixas (SYLLA, 2001). Porém, no fim da década de 60 e início da década de 70, tais condições começaram a se deteriorar afetando diretamente o mercado de títulos. Com o fim dos acordos de Bretton Woods e a progressiva liberalização de capital liderada pelos EUA, o mercado financeiro se viu novamente frente a incertezas e crescimento da volatilidade dos capitais. O “ressurgimento” da importância das CRA’s e suas classificações novamente ganhou força, assim como a prática de incorporar suas classificações para fins regulatórios.

Porém, um ponto crucial no processo de incorporação das classificações para fins regulatórios por parte dos governos e das empresas foi a decisão da SEC, fundada em 1934, de usar os *ratings* como indicadores de risco para os títulos dentro dos EUA. Entretanto, preocupada com a qualidade e a efetividade de tais classificações, era necessário estabelecer quais CRA’s estavam aptas a classificar os títulos dessas instituições para fins regulatórios, ou seja, quais classificações poderiam ser utilizadas para se determinar o capital mínimo das empresas (WHITE, 2013). Consequentemente, a SEC criou uma categoria das chamadas *Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations* (NRSRO) para uso na regulamentação financeira dos EUA (ABDELAL, 2007).

Logo após a criação desta categoria, a SEC rapidamente garantiu às principais agências de *rating*, todas três norte-americanas até então (Moody's, S&P e Fitch), como NRSRO's. Em seguida, tanto reguladores de pensões, como de seguros, bancos, entre outros; adotaram a categorização proposta pela SEC para se utilizar das classificações das agências com propósito regulatório (SINCLAIR, 2005; WHITE, 2010; 2013). Porém, os critérios utilizados para a determinação de uma empresa/agência como NRSRO eram um tanto quanto opacos. Não havia clareza nas regras para se tornar parte dessa categoria. Um fator importante seria se a empresa/agência era reconhecida nacionalmente nos EUA, por emitir avaliações confiáveis e de respaldo (ABDELAL, 2007; SINCLAIR, 2005). No ano de criação da categoria de NRSRO, apenas as “*big three*” eram reconhecidas, e três décadas depois, haviam apenas cinco.

Desse momento em diante, a prática de se utilizar das classificações de *rating* para fins regulatórios, visando a exposição cada vez menor ao risco, se tornou cada vez mais difundida. Isso se deve ao fato de que tal utilização dos *ratings* não era mais uma exceção dentro dos EUA, e sim, a regra (ABDELAL, 2007). Isso ampliou ainda mais a dependência das classificações por parte dos agentes financeiros e de seus reguladores, incluindo autoridades públicas que supervisionam bancos, empresas de seguros, mercados de capitais, entre outros (CANTOR; PACKER, 1994).

Sinclair (2005) apontou que a restrição imposta pela categorização das NRSRO's dificultou diversas outras agências a conseguir esse *status*, reforçando um mercado de *ratings* oligopolístico, e se tornando uma verdadeira barreira à entrada de novas agências. Desse modo, “através da promulgação de regras que dependem substancialmente das classificações de crédito, deram a um punhado de agências de notação de crédito aprovadas (...) um grau substancial de poder de mercado” (PARTNOY, 1999, p. 623, tradução nossa). Consequentemente, isso gerou um aumento artificial na demanda pelas classificações feitas pelas CRA's (ABDELAL, 2007). Ou seja, em grande parte, a demanda foi impulsionada devido aos regulamentos que obrigavam um emissor a ser avaliado pelas agências reconhecidas, correndo o risco de perder suas fontes de investimento em caso contrário (WHITE, 2010).

Frente ao problema da falta de critérios claros para se designar uma agência como NRSRO, a SEC não viu outra alternativa a não ser tornar tais critérios mais transparentes. Em 1997, a SEC emitiu uma proposta de mudança de regra, estabelecendo uma lista de quesitos para se designar uma agência como NRSRO. Porém, tal proposta ficou esquecida não chegando a ser implementada. Somente nos anos 2000, o debate ressurgiria e suscitaria mudanças. De outro modo, tal iniciativa de clarificar o processo para se tornar NRSRO reflete um aumento da competição internacional dentro da indústria do *rating* e a necessidade de se remover tal barreira à entrada, lembra Sinclair (2005). E, ainda, nas palavras de White (2010),

A SEC foi notavelmente opaca em seu processo de designação. Nunca estabeleceu critérios para que uma empresa seja designada como NRSRO, nunca estabeleceu um processo formal de inscrição e revisão, e nunca forneceu qualquer justificativa ou explicação sobre por que ‘ungiu’ algumas empresas com a designação e se recusou a fazê-lo para outros (WHITE, 2010, pg. 217, tradução nossa).

A crise da *Enron Corporation* em 2001, acirrou ainda mais as críticas às regulações propostas para as CRA's. Seja por seu tamanho e por ter sido avaliada como grau de investimento pelas três principais agências de *rating*, a falência da Enron suscitou diversas críticas, chamando a atenção da mídia para as CRA's e seu papel no mercado financeiro. Em meios aos fortes ataques às agências pelos participantes do mercado, “a imprensa e os políticos e reguladores tornaram-se mais críticos das agências e começaram a investigar a indústria” (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014, p.8, tradução nossa). Consequentemente, o Congresso norte-americano pressionou as agências por explicações pela sua demora em reconhecer a situação financeira real da Enron. Cresceram assim, as críticas tanto sobre o papel e a atuação das CRA's, como críticas à SEC e ao sistema de NRSRO (WHITE, 2013).

Em resposta a essa crise, o Congresso norte-americano instituiu o *Sarbanes-Oxley Act* em 2002, ordenando que a SEC promovesse auditorias e análises sobre o desempenho das CRA's (HUNT, 2009). Tal lei adicionou uma disposição exigindo que a SEC emitisse um relatório ao Congresso sobre o setor de classificação de crédito, assim como sobre o sistema NRSRO. O relatório levantou diversos questionamentos por parte do Congresso, porém não abordou diretamente as questões sobre a barreira à entrada, nem sobre o papel delegado às três CRA's (WHITE, 2010). Como resposta, a SEC designou uma quarta NRSRO em 2003, e uma quinta no início de 2005.

Mesmo com essas designações por parte da SEC, e suas tentativas de mudar as regras, o Congresso promoveu diversas audiências a respeito do tema, e em setembro de 2006, promulgou o *Credit Rating Agency Reform Act*. A lei tinha como objetivo ajudar a fomentar a concorrência na indústria do *rating*, assim como, estabelecer a responsabilidade das CRA's e o aumento da transparência no processo de classificação por parte delas (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014). De certo modo, a CRARA delegou uma autoridade de regulação à SEC sobre as agências de *rating* em diversas áreas, porém também circunscreveu sua jurisdição, dando poderes limitados para supervisioná-las (HUNT, 2009; WHITE, 2010; 2013).

Já em 2007, aproximadamente um mês após a SEC ter adotado as regras estipuladas pela lei de 2006, se desencadeou uma das maiores crises financeiras da história, a Crise do *Subprime*¹⁹. Esta renovou e reforçou o escrutínio regulatório sobre as CRA's (HUNT, 2009; MARANDOLA; SINCLAIR, 2014). Dentre as principais críticas dirigidas às CRA's, destaca-se sua responsabilização pela crise, “tendo aprimorado o mercado de produtos financeiros complexos com suas classificações” (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014, p.9, tradução nossa). Esse aumento da complexidade dos produtos financeiros, assim como do valor relativo de mercado destes produtos, foi reconhecido como um tendo um papel crucial para o crescimento da indústria do *rating*.

Porém, como ficou evidente em 2008, as CRA's não conseguiram gerenciar as avaliações desses novos produtos financeiros complexos. Frente a isso, a SEC passou a analisar mais concretamente as agências, propondo regras adicionais para reger os produtos financeiros que estavam surgindo. De outra forma, o Congresso realizou novas audiências e considerou uma legislação adicional com vista a regular esses produtos (HUNT, 2009). Assim, em 2010, o

¹⁹ Sobre a Crise do Subprime, ver Boeri e Guiso (2008); Cintra e Farhi (2008); Eichengreen et al (2012); Gontijo (2008); Hellwig (2009); Mishkin (2011); Schwartz (2009).

presidente Barack Obama assinou o *Dodd-Frank Act*. Esta lei, além de promover reformas e regulações para a indústria financeira, também trata de questões relacionadas as CRA's, “focando no nível de supervisão pública e responsabilidade, padrões de responsabilidade e preocupações sobre conflitos de interesse” (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014, p. 9, tradução nossa). Portanto, é evidente que a utilização das avaliações para fins regulatórios ajudou a criar uma demanda artificial pelas classificações feitas pelas CRA's. Por outro lado, tal uso também revelou e apontou para algumas empresas específicas como as mais beneficiadas desse processo. Ou seja, “o endosso regulamentar das classificações de CRA's particulares foi um sinal de seu sucesso, e não o criador. O uso regulamentado generalizado das classificações mudou a demanda por *ratings* para cima. Não o criou” (LANGOHR; LANGOHR, 2008, p. 384, tradução nossa).

O mais interessante é que, até a década de 90, o processo que marcava a relação entre regulação e CRA's era o de uma forma de utilizar-se das classificações para fins regulatórios, ou seja, inserir o que as agências fazem dentro das regulações das empresas e dos governos. Por outro lado, é paradoxal que a partir da década de 90, e principalmente desde a quebra da Enron em 2001, o que ocorreu foi uma tentativa por parte dos próprios reguladores em regular as CRA's, ou seja, impondo limites e circunscrevendo suas atividades, ao contrário do que acontecia anteriormente. Para Langohr e Langohr (2008) existem duas justificativas para isso: uma que remete à importância das classificações de *rating* para os mercados de valores mobiliários e a avaliação do risco de crédito, ou seja, os agentes exigem avaliações de qualidade. E também, a necessidade de se aumentar a concorrência, dado que os usos regulatórios das classificações reduzem a concorrência na indústria do *rating*. Portanto, o papel das regulações no crescimento das CRA's é de suma importância para compreendê-las, e será sobre as regulações e seus efeitos pós-crise de 2007/2008 que abordarei nos próximos capítulos.

3.2 Breve Histórico

Para se compreender o desenvolvimento das chamadas *Credit Rating Agencies*, é importante analisar historicamente o contexto em que elas surgiram e, principalmente, quais foram os impactos que as mudanças no SFI tiveram sobre elas. Neste capítulo, o que pretendo não é uma revisão histórica sobre o desenvolvimento do SFI mas, abordar o contexto histórico das CRA's, tendo como pano de fundo o processo, as tentativas de reorganização do sistema financeiro e o crescimento da importância dos capitais financeiros a nível internacional.

O crescimento da indústria do *rating* de crédito decorreu em várias fases distintas (SINCLAIR, 2005). De modo a sistematizar o desenvolvimento das CRA's, Langohr e Langohr (2008) dividem a história desta indústria em cinco fases: uma fase pré-CRA's e outras quatro grandes fases²⁰. Nesta fase que os autores denominam de “pré-CRA”, as funções que posteriormente serão exercidas pelas agências de notação de crédito, como as conhecemos atualmente, eram exercidas por diferentes instituições, os banqueiros de investimento, a imprensa especializada em negócios e finanças, e as *Credit Reporting Agencies* (LANGOHR; LANGOHR, 2008; SYLLA, 2001). Como aponta Abdelal (2007), “as agências de *rating* são norte-americanas e, historicamente, dificilmente poderia ter sido de outra forma” (ABDELAL, p. 166, 2007, tradução nossa).

3.2.1 *Fase Pré-Credit Rating Agencies*

O desenvolvimento das classificações de crédito, assim como da indústria do *rating*, está diretamente associado ao desenvolvimento do mercado de divisas norte-americano em meados do século XIX. Impulsionado pela necessidade de capitais para sua expansão, as empresas ferroviárias norte-americanas foram fundamentais nesse processo. Como afirma Rudden (2005), embora já existisse o mercado de títulos a muito tempo, antes de 1850, os títulos que predominavam eram os de dívidas soberanas de países considerados confiáveis e capazes de honrar seus compromissos. Contudo, a economia norte-americana se ampliava em escala continentais, havendo uma necessidade urgente de capitais para financiar tal expansão.

Pressionadas a expandir rumo ao oeste, em um projeto de conectar o país por meio das ferrovias em uma escala nunca antes vista, a incerteza sobre essa expansão complicou a possibilidade das companhias ferroviárias dos EUA de adquirir recursos por meio de empréstimos bancários e/ou por emissões de ações. Portanto, a solução mais rápida e eficaz para suprir necessidade de capitais por parte dessas companhias, foi o desenvolvimento de um mercado de divisas das empresas ferroviárias (RUDDEN, 2005; SYLLA, 2002). Investidores de todo o país, assim como da Europa, estavam sendo convidados a investir nas companhias ferroviárias norte-americanas, impulsionando a demanda por títulos dessas empresas. Concomitantemente, essa movimentação do mercado de títulos também pressionou pela necessidade de se obter o conhecimento de informações sobre o crédito de tais empresas. Assim,

²⁰ A literatura sobre o tema faz diferentes divisões temporais sobre a história das CRA's.

os investidores passaram a demandar mais informações independentes de terceiros para pautar suas decisões sobre investimentos e preços.

Foi em resposta a tal necessidade que surgiram as primeiras publicações acerca da situação financeira das empresas ferroviárias. Tal fase “pré-CRA” tem seu início na primeira metade do século XIX até início do século XX, por meio de publicações financeiras (EKINS; CALABRIA, 2012) feitas pela imprensa especializada, informando sobre as perspectivas dos negócios e da indústria. Três tipos de instituições cumpriam as funções que hoje são de responsabilidade das CRA's: a imprensa especializada, os bancos de investimento, e as *Credit Reporting Agencies* (LANGOHR; LANGOHR, 2008; SYLLA, 2002). A primeira dessas publicações foi o *American Railroad Journal*, em 1832, cujo editor passou a ser, em 1849, ninguém menos que Henry Vernum Poor, futuro criador de uma das maiores agências de notação de crédito da atualidade. Posteriormente, em 1868, o próprio Henry Poor publicaria um manual próprio, chamado *Poor's Manual of the Railroads of United States*.

Outra importante instituição precursora das CRA's foram os bancos de investimento e seu chamado “capital reputacional”. À medida que tais bancos assumiam garantias, eles colocavam sua reputação em jogo. Como a confiança nestas instituições era grande, elas acabaram por alçar o mercado de valores mobiliários reunindo agentes tomadores e fornecedores de capital (LANGOHR; LANGOHR, 2008). Por último, uma terceira instituição importante a impulsionar o surgimento das CRA's foram as *Credit Reporting Agencies*. Diferente das *Credit Rating Agencies*, essas agências não eram classificadoras do risco de crédito (LANGOHR e LANGOHR, 2008). Tais agências apenas avaliavam a capacidade dos agentes de pagar suas obrigações financeiras, diferentemente do que as agências atualmente fazem, que além de avaliar, classificam e categorizam essa capacidade dos agentes. Foi em 1841, que a primeira agência de crédito mercantil foi fundada. Já em 1859, Robert Dun adquiriu a agência e publicou o primeiro guia de credibilidade. Paralelamente, John Bradstreet criou uma agência semelhante, em 1849, e teve sua primeira publicação de crédito em 1857. Em conjunto, na segunda metade do século XIX, os dois adquiriram uma das principais agências de *rating* de crédito da época, e que consequentemente, se tornariam uma das principais CRA's da atualidade.

3.2.2 Primeira Fase

Após essa fase pré-CRA, a seguinte, identificada por Langohr e Langhor (2008) como a primeira fase, é marcada pelo estabelecimento da indústria do *rating*. Esta fase tem um marco temporal que vai de 1909 a 1943. Os autores, em consonância com a literatura acerca do tema, apontam que o surgimento das CRA's, tal como as conhecemos, se dá com a criação da *John Moody's Agency*. Isso se deve à percepção de Moody em combinar as funções exercidas pelas três instituições anteriormente citadas em um único negócio, fornecendo as bases para a criação da indústria do *rating*, e assumindo a questão do capital reputacional. Paralelamente, em 1916, a entrada da *Poor Company* nessa indústria de classificação de títulos, e sua posterior fusão com a *Standard Statistics*, em 1941, originou a *Standard & Poor's*. Por fim, assim como Henry Poor e John Moody, também em 1916, John Knowles Fitch fundou a *Fitch Ratings* e deu início à formação do que viria a se tornar um verdadeiro oligopólio da indústria de notação de crédito, como bem aponta Sinclair (2005).

Inicialmente, as primeiras agências que unificaram as funções anteriormente citadas e criaram a prática de avaliar a solvabilidade dos títulos no período, avaliaram excepcionalmente os títulos emitidos pelas companhias ferroviárias americanas no início do século XX, comercializando suas análises e avaliações aos supostos investidores do setor ferroviário (ABDELAL, 2007). O próprio desenvolvimento da indústria ferroviária norte-americana entre os séculos XIX e XX, era de caráter singular. O tamanho do empreendimento, sua regulamentação e sua necessidade de financiamento, era de escala extraordinária. A necessidade de capital estrangeiro que as ferrovias norte-americanas demandaram permitiu não somente seu crescimento, mas também, o próprio negócio das agências de notação de crédito, todas as principais, norte-americanas (ABDELAL, 2007).

Tal estabelecimento da indústria do *rating* só foi possível devido às condições pelas quais a economia internacional e o sistema financeiro se encontravam no período. A prosperidade dos anos de 1920, pós-Primeira Guerra Mundial, levou a uma grande circulação de capital, seja público e/ou privado. Os operadores do mercado financeiro possuíam uma liberdade de atuação que até então nunca tinham experimentado: “As agências de *rating* experimentaram um crescimento fenomenal desde a sua origem através da Grande Depressão. A década de 1930, um momento infeliz para emissores e detentores de títulos, trouxe ironicamente um aumento na influência das agências” (ABDELAL, 2007, p. 167, tradução nossa). Com efeito, as décadas de 1920 e 1930 foram marcadas pela expansão das CRA's, bem

como dos primeiros usos das classificações de crédito como instrumentos regulatórios, e se manteve assim até o fim da Segunda Guerra Mundial (LANGOHR; LANGOHR, 2008).

Apesar de iniciarem sua expansão com a prosperidade dos anos 20, foi somente pós- crise de 1929 que as CRA's experimentaram uma participação importante nos mercados financeiros (FARHI; CINTRA, 2002). Segundo Sinclair (2005), até a década de 1930, a classificação dos títulos foi apenas uma atividade embrionária, um conjunto de dados reunidos sobre as empresas em relatórios. A crise financeira impulsionou de forma significativa a demanda pelos *ratings*, na medida que as falências por parte das empresas estavam cada vez mais recorrentes, assim como, do risco de crédito. Durante esse período, que vai do fim da década de 1920 a meados da década de 1930, milhares de bancos norte-americanos entraram em bancarrota. Consequentemente, isso gerou medidas de precaução por parte do governo dos EUA, que passou a adotar uma série de mecanismos regulatórios e, principalmente, incorporar as classificações à regulação governamental.

Em consequência ao forte declínio da qualidade do crédito ocasionado pela crise de 1929, e aos decorrentes problemas causados às instituições financeiras norte-americanas, o *U.S. Office of the Comptroller of the Currency*, ou OCC, determinou, já em 1931, que os bancos comerciais que possuíssem títulos classificados publicamente, tinham que ser classificadas como BBB ou mais, para serem contabilizadas em seus balanços bancários com seu valor contábil. Caso isso não ocorresse, os títulos classificados seriam reduzidos ao valor de mercado, o que geraria perdas aos bancos (SINCLAIR, 2005; WHITE, 2013). Ou seja, “os títulos que os bancos comerciais compraram e mantinham em suas carteiras poderiam ser avaliados pelo custo de compra se os títulos fossem grau de investimento, mas teria que ser marcado para o mercado se os títulos fossem especulativos” (WHITE, 2013, p.7, tradução nossa).

No entanto, foi uma conjunção de regulações que possibilitou o crescimento e consolidação das atividades de *rating*. A *Glass-Steagall Act*, de 1933, atribuiu as funções, organizou e separou os empreendimentos bancários e de valores mobiliários dentro dos Estados Unidos. Esta promoveu não só a separação desses diferentes negócios, como institucionalizou legalmente a indústria das classificações (SINCLAIR, 2005). Será a partir dessa lei, que a notação de crédito se tornará uma exigência para se comercializar títulos nos EUA.

Já em 1936, juntamente com o *Federal Reserve* (FED), o OCC avançou em relação à decisão de 1931 no que tange às avaliações e os títulos bancários. Preocupados com os riscos pós- crise de 1929, “os reguladores bancários estavam ansiosos para incentivar os bancos a

investir apenas em títulos seguros” (WHITE, 2010, p.213, tradução nossa). Isso culminou em um decreto que proibia os bancos de investir em títulos tidos como “grau especulativo”, ou seja, títulos que estivessem abaixo do “grau de investimento”. Além disso, havia a necessidade de que tais títulos fossem avaliados por ao menos duas agências que possuíssem “manuais de classificação reconhecidos” (LANGOHR; LANGOHR, 2008; SINCLAIR, 2005; SYLLA, 2002, WHITE, 2009). Desse modo, os bancos não estavam mais livres para utilizar de quaisquer informações para saber se seus títulos eram confiáveis ou não.

Tais ações, tomadas pelas autoridades reguladoras, praticamente “terceirizaram” os julgamentos (classificações) anteriormente feitos pelos próprios bancos, às agências de *rating* (WHITE, 2009). Porém, os reguladores dos próprios bancos continuaram a fazer suas avaliações em relação aos demais empréstimos realizados por eles, exceto em relação à avaliação dos títulos. Estes, agora, eram de responsabilidade das CRA’s, que acabaram por se tornar avaliadores terceiros (*third-party raters*), mas com força de lei (WHITE, 2009; 2010; 2013). Logo, isso provocou um crescimento do uso dessas classificações e do número de emissores à procura dessas classificações antes de comercializarem suas ações (PINTO, 2006). Do mesmo modo que tais diretrizes se disseminaram por todo o sistema bancário norte-americano, também os reguladores de seguros e, posteriormente, já na década de 70, os reguladores de pensões federais, adotaram medidas semelhantes, principalmente, em relação aos requisitos de capital mínimo compatível com as avaliações feitas pelas CRA’s.

3.2.3 Segunda Fase

Já a segunda fase que caracteriza a indústria do *rating*, encontra seu marco entre o processo de encerramento da 2ª GM em 1944 e o final da década de 60. Esse período marca um momento diferente para emissores e detentores de títulos, de um lado, e as CRA’s de outro. Langohr e Langohr (2008) vão caracterizar essa fase como um período de relativa estabilidade econômica e financeira, ou seja, um momento relativamente bom para os emissores e detentores de títulos (ABDELAL, 2007). A estabilidade da economia norte-americana durante a década de 1940 até o fim da década de 1960, representou um período de relativa estabilidade para os mercados financeiros e, consequentemente, para as agências de *rating*.

Tais condições propiciaram uma baixa demanda pelas notações de crédito, reduzindo a sua utilidade e relevância, o que fez com que as principais agências já estabelecidas empregassem apenas um pequeno *staff* de analistas, e suas receitas, em grande parte, advinham

da venda de relatórios feitos aos investidores, não alterando a forma como elas faziam negócios (LANGOHR; LANGOHR, 2008. ABDELAL, 2007; SINCLAIR, 2005; SYLLA, 2001). No final da década de 1960, as CRA's praticamente retornaram ao mesmo modelo comercial que John Moody havia concebido em 1909. Grande parte dos títulos emitidos possuía “grau de investimento” e a chances de *default* (inadimplência) eram baixas (SYLLA, 2001).

Por outro lado, a partir do início da década de 1930, os reguladores das companhias de seguros também passaram a confiar nas classificações de crédito como uma forma de ajudar na determinação do capital a ser reservado pelos títulos detidos. Assim, em 1951, a *National Association of Insurance Commissioners*, ou NAIC, “estabeleceu um sistema de categorias internas de qualidade em que a classificação de alta qualidade correspondia a *ratings* de BBB e acima, estabelecendo efetivamente uniformidade na definição de "grau de investimento" entre reguladores bancários e de seguros” (CANTOR; PACKER, p.6, 1996, tradução nossa). Ou seja, estabeleceu-se a imposição de maiores exigências de capital para os títulos das seguradoras com classificações mais baixas (SINCLAIR, 2005).

3.2.4 Terceira Fase

Distinta da fase anterior, caracterizada como um período de relativa estabilidade econômica e financeira, a terceira fase, que abarca o período de 1970 a 2001, é marcada por uma conjuntura em que tais condições de estabilidade começaram a se deteriorar e afetaram diretamente o mercado de títulos. Com o fim dos acordos de Bretton Woods (BW), e a progressiva liberalização de capital liderada pelos EUA, o mercado financeiro se viu novamente frente a incertezas e ao crescimento da volatilidade dos capitais. O “ressurgimento” da importância das CRA's e suas classificações ganhou força, assim como a prática de incorporar suas classificações para fins regulatórios.

Este período também foi marcado por concessões feitas por parte dos Estados Nacionais. O fim do sistema de BW, no início da década de 1970, foi acompanhado pelo afrouxamento dos controles de capital impostos pelo sistema antes estabelecido, e a liberalização da regulamentação financeira. Principalmente a partir de meados da década de 70, e no decorrer da década de 80, estes Estados, liderados por Estados Unidos e Grã-Bretanha (GB), concederam cada vez mais liberdade para os operadores do mercado, principalmente a partir de meados de 1970, com a progressiva abolição dos controles de capital e a sucessiva exploração dos

mercados internacionais de capitais (HELLEINER, 1994; ABDELAL, 2007; SINCLAIR, 2005).

O Sistema Financeiro Internacional tomou uma direção pró-mercado com a flexibilização das taxas de câmbios e com a redução dos controles de capitais (LANGOHR; LANGOHR, 2008). De outro modo, a regulação das instituições financeiras foi “aberta” à concorrência entre os agentes de mercado, assim como o financiamento das empresas passou a ser cada vez mais dependente dele. Em meio a tais mudanças, somam-se os avanços e as mudanças tecnológicas do mercado, assim como a expansão das redes de comunicação globais, que reduziram drasticamente os custos de transação entre os fundos financeiros internacionalmente. Consequentemente, isso culminou no crescimento vertiginoso da demanda por serviços financeiros internacionais, que impulsionaram a rápida expansão das CRA’s neste período (SYLLA, 2001).

Além de marcada pela liberalização dos controles de capitais, essa fase também foi marcada por choques (crises) que colocaram em cheque o papel e atuação das agências de classificação dentro do SFI. Seguidos pelos Estados Unidos, diversos Estados começaram a incorporar tais classificações feitas pelas CRA’s em seus próprios regulamentos financeiros para referenciar a exposição dos investidores ao risco (ABDELAL, 2007). Apesar dos EUA já terem iniciado o processo de incorporação dos *ratings* no seu regulamento financeiro desde o início da década de 1930, foi somente em 1975, com a criação da *Securities and Exchange Commission*, que eles definitivamente deram um passo de suma importância para que a indústria do *rating* pudesse continuar crescendo e se estabelecesse de forma definitiva (ABDELAL, 2007).

Em 1970, um evento significativo impactou a relativa estabilidade vivida pelas CRA’s sob a égide do sistema de BW: a “primeira grande crise de *rating* dos tempos modernos” (SINCLAIR, 2005) – o *default* de US\$ 82 milhões do papel comercial da companhia ferroviária norte-americana Penn Central, e sua respectiva falência (PINTO, 2006). Assim,

Antes do *default*, os investidores nesse mercado geralmente dependiam da reputação e do nome do emissor. A fim de acalmar o mercado, os emissores voltaram para as agências de notação de crédito para vender seu papel comercial usando uma classificação de crédito. Embora essas mesmas agências não tenham podido antecipar o problema, o aumento do seu uso pelos emissores foi claramente uma benção para as agências. Além disso, tornou-se mais fácil para eles mudar os custos dos assinantes para os emissores pelos *ratings* (PINTO, 2006, p. 8, tradução nossa).

Do mesmo modo, o fracasso do Franklin National Bank, declarado insolvente, também desencadeou uma outra importante crise de *rating*, em 1974. A semelhança entre ambas as crises é que houve uma percepção, por parte do público, de que existiram falhas por parte das CRA's, e que se tornaram cada vez mais comuns desde então (SINCLAIR, 2005). Na esteira do sistema bancário, assim como dos reguladores de seguros, em meados da década de 1970, nos EUA, os reguladores de pensões federais adotaram uma estratégia semelhante. Foi aprovado o *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) de 1974. Tal regulamentação estendeu também aos planos de benefícios de previdência as classificações das agências como uma regra de confiabilidade e segurança (WHITE, 2009; 2013).

A principal ação da SEC no período, já em 1975, foi a criação e a introdução do *status* de "*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*", com o intuito de ser usado na regulamentação financeira dos EUA. Tal categoria possibilitou que as empresas de valores mobiliários usassem as classificações feitas pelas CRA's na determinação de capitais pelos quais necessitavam (WHITE, 2013). No próprio ano de sua criação, apenas três agências de *rating* foram designadas como NRSRO's: a S&P, a Moody's e a Fitch Ratings. Posteriormente, bancos, empresas de seguros e reguladores de pensões adotaram a categoria NRSRO como padrão para uso regulatório, utilizando-se das classificações das CRA's como guia nos investimentos.

Segundo Partnoy (2006), desde o início da década de 70, após o início das crises dos *ratings*, deu-se início a uma “cascata de regulamentos”, sendo as classificações de crédito incorporadas em centenas de regras e decisões regulatórias, em diferentes áreas como havia mencionado anteriormente (pensões, bancos, seguros, valores mobiliários). Preocupada com a imprecisão anterior de “manuais de *rating* reconhecidos”, e visando deixar mais claras quais classificações poderiam ser utilizadas para calcular os requisitos de capital mínimo por parte dos corretores, a SEC criou a categoria de NRSRO's (CANTOR; PACKER, 1994; WHITE, 2009; 2010a; 2010b). Imediatamente, as três principais agências foram incorporadas (S&P, Moody's e Fitch). Emitindo a Regra 15c3-137 (conhecida como a regra do capital líquido), a SEC permitiu que os corretores calculassem seus requisitos de capital líquido com base nas classificações de crédito de uma NRSRO designada por ela mesma (PARTNOY, 1999; SINCLAIR, 2005). Ao mesmo tempo, tal regra criou uma enorme barreira à entrada para novas CRA's dentro dos EUA (KATZ, 2009; SINCLAIR, 2005).

Nos primórdios do mercado de ativos e da indústria do *rating*, as agências de notação de crédito se transformaram para desempenhar uma função de fornecer informações, lucrando

com a venda de uma síntese de dados sobre os títulos em uma classificação simplificada em letra única (PARTNOY, 2009, WHITE, 2008). A grande maioria delas utilizava-se do chamado “*investor-pay model*”. Neste, quem arcava com os custos do serviço realizado pelas CRA’s eram os investidores que buscavam tais ativos. Em meados da década de 70, em meio a crises de liquidez, os emissores ficaram preocupados em tranquilizar os investidores que começaram a duvidar da qualidade de suas emissões (ativos) e, portanto, buscaram cada vez mais as classificações feitas pelas CRA’s. Paralelamente, à medida que a dependência das classificações para fins regulatórios aumentou, com a utilização considerável pela SEC dos *ratings*, as agências, por volta do início da década de 1970, passaram a utilizar-se do chamado “*issuer-pay model*”²¹. Agora, quem arcava com os custos das classificações eram os emissores, e não mais os investidores. Desse modo, as CRA’s se tornaram cada vez mais lucrativas, diversificando e expandindo as suas classificações para diversas transações (KERWER, 2009; PARTNOY, 2009; WHITE, 2010).

Essa mudança no modelo de cobrança por parte das CRA’s trouxe consigo diversos questionamentos em relação à qualidade e ao bom funcionamento das classificações. Isso abriu a porta para supostos conflitos de interesses pelos quais uma agência poderia atenuar uma determinada classificação com o objetivo de manter o emissor como seu cliente (BOLTON, FREIXAS, SHAPIRO, 2012; WHITE, 2010). Consequentemente, as CRA’s se viram enfrentando pouco risco de perdas mesmo com classificações imprecisas e, enquanto isso, seus ganhos aumentaram substancialmente. A qualidade das classificações foi bastante afetada e, em meio às críticas, as agências tiveram que revisar diversas classificações, grande parte delas para baixo (*downgrades*) (PARTNOY, 2009).

Apesar da crescente importância que as agências de *rating* foram alcançando ao longo do tempo, o que elevou seu valor de mercado e as transformou em empresas bastante lucrativas, atingindo valores da casa de bilhões no final da década de 90, Partnoy (2002) argumenta que elas possuem, *per se*, pouco valor informativo *de facto*. O autor argumenta que o valor informativo das classificações despencou desde meados da década de 1970. Ainda segundo ele, houveram inúmeros episódios de falências nos anos 90 envolvendo grandes emissores e, até mesmo, países de mercados emergentes. Entre as principais, uma crise a nível municipal - a bancarrota do Orange County em 1994; e uma crise de *rating* soberano - a crise financeira asiática em 1997-1998 (PARTNOY, 2002; SINCLAIR, 2005).

²¹ Sobre os problemas de cada modelo e seus limites, ver: Sangiorgi e Spatt (2017)

Tendo uma repercussão a nível mundial, a crise financeira asiática foi certamente um dos eventos mais graves ocorridos no final do século XX no âmbito político-econômico. Juntamente com a crise do México em 1994-95, a crise asiática foi significativa para as CRA's pois, não somente questionou sua credibilidade, como também, ameaçou sua legitimidade (BAHENA 2010; KERWER 2001; SINCLAIR, 2005). Tal crise começou em julho de 1997 na Tailândia. Um pânico se disseminou no mercado financeiro tailandês, se espalhando por Cingapura, Filipinas e Malásia. Já no final de outubro de 1997, esse pânico contaminou também Hong Kong, Indonésia e Taiwan. Posteriormente, acabou afetando o Japão, e de forma grave, em dezembro do mesmo ano, a Coreia do Sul. A gravidade da crise asiática se deu por seu impacto a nível global, “contaminando” o Brasil e a Rússia e, até mesmo, perturbando o mercado de ações europeu e norte-americano²².

Tendo em mente essa crise de confiança que provocou uma queda na bolsa de valores desses países asiáticos, e do desenvolvimento de uma crise financeira que logo se tornou uma crise econômica (neste caso, cambial), tendo ressonâncias no mundo todo (CANUTO, 2000), nos resta a seguinte pergunta: Qual culpa foi atribuída às agências para que se questionasse até mesmo sua legitimidade? O enorme movimento nos *spreads*²³, causou uma queda do preço dos títulos, impactando de maneira significativa a bolsa de valores dos países asiáticos, que também se viu em queda. Em meio a toda essa situação, num prazo de tempo curto, as duas principais agências de *rating*, a S&P e a Moody's, rebaixaram a nota da Tailândia. Em meio a esses rebaixamentos, os detentores de títulos não tiveram outra escolha a não ser instruir os gestores a vender seus títulos, mesmo em más condições de mercado (REISEN; VON MALTAN, 1999; SINCLAIR, 2005).

Após as enormes perdas, não faltaram críticas às agências. Acusadas de fazer uma análise inadequada em relação aos rebaixamentos de Coreia do Sul, Malásia e Tailândia, os investidores afirmaram que as CRA's não haviam cumprido seu papel, ou não precisariam ter ajustado suas classificações de maneira tão severa e em tão pouco tempo, acelerando a fuga de capitais (KERWER, 2005). Assim, “a percepção do mercado era que as agências de *rating* mantiveram suas classificações na crise e depois rebaixaram demais” (SINCLAIR, 2005, p. 162. tradução nossa). Diversas outras críticas direcionadas às agências foram feitas a respeito da falta de conhecimento da política asiática; o porquê das CRA's serem boas em suas

²² Para saber mais sobre a crise financeira asiática e seus desdobramentos, ver Canuto (2000).

²³ *Spreads* são a diferença entre o preço de compra (procura) e venda (oferta) de uma ação, título ou transação monetária.

classificações nos EUA, mas não na Ásia; se tais agências, e seus escritórios locais tinham recursos suficientes para lidar com esse nível de trabalho tão distinto dos quais elas estariam acostumadas; entre outras.

A imprensa especializada, assim como os agentes do mercado, continuou atacando, de maneira robusta, as agências de *rating*. Porém, até mesmo os governos nacionais passaram a atacá-las e, até mesmo, a propor alternativas a elas. Representantes da APEC (Cooperação Econômica da Ásia-Pacífico) chegaram a propor a criação de uma agência de *rating* regional que possuísse força e credibilidade para classificar os títulos domésticos. Os representantes dos governos asiáticos afirmaram estar preocupados com o desempenho das principais CRA's, e exigiram não só uma vigilância sobre elas, como também, revisões/reformas de suas práticas e aumento na regulação (BAHENA, 2010).

De maneira geral, as CRA's foram acusadas de não terem previsto a crise e, ao mesmo tempo, atuando durante ela, de agravarem seus efeitos ao rebaixarem os países em meio à turbulência financeira (DE HAAN; AMTENBRINK, 2011). Isso suscitou, também no meio acadêmico, a discussão sobre qual responsabilidade poderia ser atribuída a elas. Em seu artigo, *"The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis"*, Ferri, Liu e Stiglitz (1999) observaram que as CRA's agravaram a crise do Leste asiático, posto que elas teriam adotado uma posição muito conservadora ao terem falhado em prever a crise; elas rebaixaram alguns países do leste asiático mais do que seria necessário e justificável economicamente. Ao terem feito isso, elas agravaram a situação desses países com o chamado "comportamento pró-cíclico". Seguindo a mesma linha de raciocínio, Langohr e Langohr (2008) também apresentam evidências de um comportamento pró-cíclico por parte das agências de *rating* e que foram responsáveis por agravar a crise. Sobre esse comportamento das agências, eles afirmam,

Quando elas determinam que a credibilidade de um emissor de títulos melhorou e aumentam (*upgrade*) a classificação dos títulos, a próxima mudança de classificação é igualmente susceptível de ser para cima ou para baixo. Um rebaixamento (*downgrade*), no entanto, é muito mais provável que seja seguido por outro rebaixamento do que por uma melhora (*upgrade*) (LANGOHR E LANGOHR, 2008, p. 361, tradução nossa).

Da mesma forma que investidores, mídia e os acadêmicos, também as instituições internacionais, no caso o Fundo Monetário Internacional, resolveram opinar sobre a atuação das CRA's durante a crise asiática. Segundo o FMI, existiria uma margem para que se pudesse melhorar as análises que sustentam as classificações. Existiria a necessidade de ferramentas

probabilísticas mais aprimoradas, assim como do aumento do *staff* de analistas. Porém, como salientou Sinclair (2005), talvez o ponto mais interessante abordado pelo FMI tenha sido a possibilidade das agências de notação intensificarem ou suavizarem os chamados “ciclos *boom-bust*” (ciclos de rápido crescimento e súbito colapso).

Por outro lado, apesar dos autores trazerem evidências de que existe um comportamento pró-cíclico por parte das agências de *rating*, e o FMI salientar a possibilidade das agências influenciarem nos ciclos *boom-bust*, existe uma certa discordância sobre o assunto. Mora (2006) diverge dessa posição de que as CRA’s agravaram a crise asiática devido ao rebaixamento excessivo nas suas classificações. A autora contesta o argumento de Ferri et al (1999) de que “as agências de notação de crédito têm um forte impacto nas expectativas do mercado, prejudicando os fundamentos macroeconômicos de um país e agravando crises” (MORA, 2006, p. 2061, tradução nossa). Sugerindo uma visão mais cautelosa, a autora afirma que existe pouca evidência para as classificações serem consideradas excessivamente conservadoras durante a crise. De outra forma, ela sustenta que as classificações são influenciadas por diversos outros fatores, o que tornaria a evidência Ferri et al. (1999) questionável.

Mesmo não havendo uma conclusão definitiva sobre a parcela de responsabilidade atribuída às CRA’s por sua influência na crise do leste asiático, é importante frisar que tal crise foi um desafio importante para as agências de *rating*. Contudo, com as mudanças no cenário político e financeiro do final dos anos 90 e início dos anos 2000, ficou claro que as agências ainda continuaram se expandindo pela região, assim como pelo mundo (SINCLAIR, 2005). Apesar de haver um intenso debate sobre a atuação direta das CRA’s nessa crise do leste asiático, é importante reconhecer que elas tiveram uma contribuição significativa para a sua deflagração e ampliação. Por outro lado, diversos outros fatores também foram responsáveis por influenciar as decisões de mercado, assim como a maneira como os investidores reagiram e continuaram a reagir a tal crise.

O início dos anos 2000 ficou marcado por episódios de falência por parte de grandes corporações. Em 2001, a falência de grandes companhias energéticas norte-americanas como a *Pacific Gas & Electric* e a *Enron Corporation*; e também, em 2002, as falências das gigantes das telecomunicações, a *WorldCom*, *Global Crossing* e a *AT&T Canada*, provocaram uma enorme repercussão nos EUA (KATZ, 2009; LANGOHR; LANGOHR, 2008; SY, 2009). No caso europeu, foi a quebra da *Parmalat*, em 2003, que ligou o sinal de alerta sobre as falhas financeiras e o desempenho das agências de *rating*. Além de problemas relacionados às grandes corporações, crises financeiras por parte dos emissores soberanos não deixaram passar em

branco mais críticas à atuação das CRA's, como no caso do colapso argentino em 2001. Acusadas por sua lentidão, e por não anteciparem tais crises, as CRA's passaram por novos escrutínios, tendo reflexos claros na regulação da indústria do *rating* (KATZ, 2009).

Talvez o episódio mais emblemático destacado pela literatura seja o caso da *Enron Corporation* em novembro de 2001. No início do ano a capitalização da empresa no mercado girava em torno de US\$ 62,5 bilhões; já no final do mesmo ano, e início de 2002, as ações da Enron entraram em queda livre valendo apenas alguns centavos (SINCLAIR, 2005; 2010). Procedimentos internos à empresa ocasionaram tais problemas, como manipulação de balanços, fraudes fiscais e contábeis, feitos e encobertos pela auditoria da empresa, de sorte a esconderem o enorme rombo que a empresa possuía. A falta de transparência nos balanços da empresa começou a gerar dúvidas e questionamentos a respeito da sua saúde financeira. Até mesmo analistas financeiros tinham dificuldade em compreender a situação financeira da Enron.

Frente a esses problemas internos na gestão de sua contabilidade, a situação financeira da empresa foi piorando com o passar do ano de 2001. Consequentemente, houve uma perda de confiança por parte dos investidores, o que culminou em enormes perdas por parte da Enron. Diversos especialistas financeiros manifestaram sua preocupação em relação a uma possível manipulação da contabilidade por parte da empresa, instalando um clima de incerteza sobre seu futuro. Esse clima foi importante para que as CRA's começassem a analisar a classificação de crédito da Enron em outubro de 2001. O temor por um rebaixamento por parte das principais agências de *rating* se instalou, na medida em que isso pressionaria ainda mais a Enron a emitir novas ações para cobrir as perdas e, consequentemente, geraria uma perda ainda maior do seu valor.

Já no fim do mesmo mês surgiram especulações sobre necessidade da empresa de buscar financiamento na casa de bilhões de dólares. Isso foi o suficiente para as principais agências (Moody's e S&P) rebaixarem a nota da Enron. Ao mesmo tempo, no início de novembro, a SEC anunciou a tentativa de abrir uma investigação formal acerca da situação da Enron e de negócios relacionados à empresa. Perdas crescentes no valor das ações expuseram a situação insustentável da empresa: bilhões em dívidas e enormes perdas para os investidores. Finalmente, no dia 28 de novembro, a *Enron Corporation* declarou falência e escancarou o esquema de fraudes que a sustentava. Contudo, uma questão ainda resta: como foi a atuação das CRA's frente a esse escândalo? De acordo com Marandola e Sinclair (2014),

A Enron operou através de um conjunto complexo de empresas vinculadas por pagamentos cuidadosamente cronometrados. As agências não perceberam a precária engenharia financeira espreitando atrás dos livros da Enron e perderam credibilidade quando a empresa entrou em colapso sem aviso prévio (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014, p.1, tradução nossa).

Apesar de começarem a rever a situação da Enron desde a aparição pública dos problemas internos da corporação, as agências rebaixaram sua nota somente em outubro de 2001. Contudo, dias antes da Enron decretar falência, as avaliações da empresa ainda se encontravam em grau de investimento, consideradas um investimento seguro. Mesmo sua nota estando no limite do grau de investimento para o grau especulativo, as CRA's ainda a mantiveram dentro da grade de investimento, confirmando a sua segurança como investimento, porém, quatro dias antes de declarar falência, sua dívida era realmente "lixo" (*junk*) (BAHENA, 2010; HILL, 2004; LANGOHR; LANGOHR, 2008; LYNCH, 2009; WHITE, 2009; 2010a; 2010b). Isso mostra, uma vez mais, um desempenho questionável das agências de *rating*, o que gerou inúmeras críticas a elas, algumas dessas levaram a solicitações de mudanças na regulação de vários segmentos industriais, incluindo o do *rating*.

As CRA's argumentaram que dependem da transparência dos emissores avaliados, e que, portanto, a fraude representada pelo caso da Enron teria dificultado sua avaliação. Porém, como argumentam Langohr e Langohr (2008), em nenhum momento a Enron foi considerada, ao menos, vulnerável e, posteriormente, acabou por declarar a falência. Pautado nisso, os autores questionam se não seria a probabilidade de fraude um fator de risco relevante que as agências deveriam ter incorporado em suas classificações. Como estas se baseiam em informações públicas e privadas, cedidas pelo emissor voluntariamente, assim como da situação financeira já auditada, as agências confiaram nos auditores para assegurar a veracidade da informação. Foi justamente com essa confiança na auditoria realizada, e evitando esforços duplos de avaliar a veracidade das informações adquiridas, que as CRA's acabaram por não perceber previamente a situação crítica da Enron (LANGOHR; LANGOHR, 2008). A partir desse momento, elas passaram a contar com auditores próprios para evitar novos casos como este.

Consequência disso, o caso da Enron foi considerado uma grande crise para as CRA's (ABDELAL, 2007; SINCLAIR, 2005). Apesar dos reflexos no mundo todo, cometer equívocos e trazer prejuízos a países emergentes, como no caso da crise asiática, era um problema. Porém, falhar novamente, agora dentro dos EUA, e trazer prejuízos imensos para o povo norte-americano significava algo a mais. A SEC atacou severamente as CRA's e exigiu maior

“responsabilidade” por parte delas. Exigiu, do mesmo modo, mais transparência sobre o *modus operandi* das agências, buscando entender qual seu impacto real nos mercados, e a necessidade de uma maior supervisão por parte da própria SEC (SINCLAIR, 2005).

Mais importante ainda, foi a “descoberta” pública da designação NRSRO; e isso chamou a atenção do Congresso norte-americano. Na sequência dos acontecimentos pós-falência da Enron, o público (mídia e o Congresso) questionou a morosidade das CRA’s em definir a condição financeira da Enron como vulnerável (WHITE, 2009; 2010). Na visão de White (2010), o sistema NRSRO era “anticoncorrencial”, uma vez que fortalecia o oligopólio da indústria do *rating*, e deixava as agências mais complacentes. Assim, as CRA’s relaxaram no seu desempenho, refletindo os efeitos das barreiras regulatórias à entrada (HILL, 2004). Frente a tais problemas, foram suscitadas diversas respostas políticas a respeito da lentidão na atuação das agências. Dentre as principais medidas, estão as tentativas de facilitar a entrada de novas agências no sistema NRSRO, limitar os problemas de conflitos de interesse, e aumentar a transparência nos processos de classificação (SY, 2009; WHITE, 2010b).

Sinclair (2005) apontou que a restrição imposta pela categorização das NRSRO’s dificultou diversas outras agências a conseguir esse *status*, reforçando um mercado de *ratings* oligopolístico, e se tornando uma verdadeira barreira à entrada de novas agências. Desse modo, “através da promulgação de regras que dependem substancialmente das classificações de crédito, deram a um punhado de agências de notação de crédito aprovadas (...) um grau substancial de poder de mercado” (PARTNOY, 1999, p.623, tradução nossa). Consequentemente, isso gerou um aumento artificial na demanda pelas classificações feitas pelas CRA’s (ABDELAL, 2007). Ou seja, em grande parte, a demanda foi impulsionada devido aos regulamentos que obrigavam um emissor a ser avaliado pelas agências reconhecidas, correndo o risco de perder suas fontes de investimento em caso contrário (WHITE, 2010).

Frente ao problema da falta de critérios claros para se designar uma agência como NRSRO, a SEC não viu outra alternativa a não ser tornar tais critérios mais transparentes. Em 1997, a SEC emitiu uma proposta de mudança de regra, estabelecendo uma lista de quesitos para que designar uma agência como NRSRO. Porém, tal proposta ficou esquecida e não chegou a ser implementada. Somente nos anos 2000, o debate ressurgiria e suscitaria mudanças. De outro modo, tal iniciativa de clarificar o processo para se tornar NRSRO reflete um aumento da competição internacional dentro da indústria do *rating* e a necessidade de se remover tal barreira à entrada, lembra Sinclair (2005). E, ainda, nas palavras de White (2010),

A SEC foi notavelmente opaca em seu processo de designação. Nunca estabeleceu critérios para que uma empresa seja designada como NRSRO, nunca estabeleceu um processo formal de inscrição e revisão, e nunca forneceu qualquer justificativa ou explicação sobre por que ‘ungiu’ algumas empresas com a designação e se recusou a fazê-lo para outros (WHITE, 2010, pg. 217, tradução Nossa).

Como apontei na primeira seção deste capítulo, a crise da *Enron Corporation*, em 2001, acirrou ainda mais as críticas às regulações propostas para as CRA's. Seja por seu tamanho e por ter sido avaliada como grau de investimento pelas três principais agências de *rating*, a falência da Enron suscitou diversas críticas e chamou a atenção da mídia para as CRA's e seu papel no mercado financeiro. Em meio aos fortes ataques às agências pelos participantes do mercado, “a imprensa e os políticos e reguladores tornaram-se mais críticos das agências e começaram a investigar a indústria” (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014, p.8, tradução nossa). Consequentemente, o Congresso norte-americano pressionou as agências por explicações pela sua demora em reconhecer a situação financeira real da Enron. Cresceram assim, as críticas tanto sobre o papel e a atuação das CRA's, como críticas à SEC e ao sistema de NRSRO (WHITE, 2013).

Apesar do crescimento vertiginoso que as agências de notação de crédito tiveram durante esse período, elas atraíram pouca atenção para si, principalmente no que diz respeito às possíveis falhas em sua atuação. Tais falhas, lembra White (2013), não foram notáveis a ponto de gerar conflitos que as prejudicassem. Porém, com a falência da empresa Enron Corporation, em novembro de 2001, a mídia passou a dedicar mais atenção a essas agências e ao papel que exerciam. O tamanho da empresa em questão, e o impacto de sua bancarrota, foram suficientes para colocar as CRA's sob a luz dos holofotes.

O que mais chamou à atenção da mídia, e também do governo norte-americano pós-falência, foi que os títulos da Enron haviam sido classificados em “grau de investimento” por parte das três principais agências de crédito poucos dias antes do decreto de falência. Em meio a esse tumulto, coube ao Congresso dos EUA convocar diversas audiências pelas quais os representantes das CRA's foram questionados sobre o processo de avaliação dos títulos de empresas, no caso a Enron. Também a SEC foi questionada sobre o processo de estabelecimento de uma empresa como NRSRO e o porquê de existir apenas três agências reconhecidas como tal (WHITE, 2013).

3.2.5 Quarta fase

Por fim, a quarta fase do desenvolvimento da indústria do *rating* segue um período que vai dos anos de 2002 até o presente (2008)²⁴. Esta fase se caracteriza não somente pelo grande e rápido desenvolvimento das inovações financeiras mas, também, por mudanças importantes dentro da indústria do *rating*. Somadas, tais características do período vão culminar na contínua expansão das atividades das CRA's além das fronteiras norte-americanas (LANGOHR; LANGOHR, 2008). Como os autores apontam, inúmeras falências corporativas, a expansão do mercado financeiro mais estruturado, inovações nos instrumentos do mercado de capitais, agora mais complexos e abrangentes, e o uso da internet disseminado por todo o globo, possibilitaram a troca de informações financeiras a tempo real, impulsionando fortemente o crescimento dessas agências. Todas essas mudanças possibilitaram a vasta expansão de emissores com o aumento do número de investidores e títulos circulando no mercado. Isso fez com que as classificações feitas pelas CRA's se tornassem cada vez mais relevantes junto aos investimentos realizados via mercados de capitais (LANGOHR; LANGOHR, 2008).

Após o colapso da Enron em 2001, as críticas às agências de *rating* cresceram e se tornaram cada vez mais intensas. Consequentemente, os participantes do mercado, a mídia, assim como os reguladores e políticos, passaram a investigar mais a fundo a opaca indústria do *rating* (HUNT, 2009; MARANDOLA; SINCLAIR, 2014). Em resposta à crise, o Congresso norte-americano instituiu o *Sarbanes-Oxley Act* em 2002. Esta instituiu que a SEC procedesse uma revisão completa sobre a situação da indústria do *rating* e exigiu que ela enviasse ao Congresso um relatório detalhado sobre as agências de notação e o sistema NRSRO (ABDELAL, 2007; HUNT, 2009; WHITE, 2010). O comitê instituído pelo Congresso norte-americano propôs avaliar os problemas que derivavam da categorização de uma agência como NRSRO, assim como, o modelo de negócios utilizado por essas empresas e suas metodologias de classificação. O ponto crucial para os congressistas era que a categoria NRSRO criava diversos problemas, um deles era que o governo havia delegado a tarefa de avaliar o risco de crédito para especialistas que acabaram adquirindo certa neutralidade e falta de responsabilidade, isolando-se de das revisões do governo e da disciplina do próprio mercado, ou seja, elas possuíam o monopólio da indústria, e não possuíam responsabilidade alguma sobre seus erros (ABDELAL, 2007).

²⁴ Data de publicação do livro de Langohr e Langohr (2008)

Apesar da SEC ter cumprido com o que havia sido estabelecido pelo Congresso, emitindo o relatório requisitado, ela simplesmente levantou questões políticas ao invés de ir diretamente às questões importantes (WHITE, 2010). Tal relatório não abordou questões cruciais como as de barreira à entrada e a categorização de NRSRO; nem abordou detalhadamente sobre o papel das três principais agências, como requisitado (WHITE, 2010b). Apesar disso, a SEC se viu pressionada a aumentar o número de agências a serem reconhecidas como NRSRO's. Sendo assim, de 2003 a 2005, adicionou outras duas agências à categoria. No entanto, a questão da transparência sobre o processo de reconhecer uma determinada agência como NRSRO continuou obscura, não definindo critérios claros para essa designação (WHITE, 2010).

Mesmo com essas designações e tentativas de mudanças promovidas por parte da SEC, o Congresso promoveu diversas audiências a respeito do tema, e em setembro de 2006, promulgou o *Credit Rating Agency Reform Act*. A lei tinha como objetivo ajudar a fomentar a concorrência na indústria do *rating* tido como um setor tipicamente oligopolista. De outro modo, também tinha como meta estabelecer a responsabilidade das CRA's e o aumento da transparência no processo de classificação por parte delas (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014). A nova lei estabeleceu um novo processo para se reconhecer uma agência de *rating* na categoria, assim como critérios a serem seguidos (KATZ; 2009; KING; SINCLAIR, 2003; MARANDOLA; SINCLAIR, 2014; SY, 2009; WHITE, 2010b). De certo modo, a CRARA delegou uma autoridade de regulação à SEC sobre as agências de *rating* em diversas áreas, porém também circunscreveu sua jurisdição, dando poderes limitados para supervisioná-las (HUNT, 2009; WHITE, 2010; 2013).

Apesar das tentativas de melhorar a regulação da indústria do *rating*, ela acabou por não ser efetiva. O principal objetivo da lei de 2006, o de ampliar a indústria e reduzir o poder de oligopólio das principais agências, não surtiu efeito algum. Mesmo adicionando novas agências na designação de NRSRO, elas não conseguiram alcançar o escopo global e a estrutura das principais CRA's, atuando apenas a nível local e regional. A falta de transparência por parte das agências de *rating* ainda continuou sendo um grande problema, devido à complexidade dos modelos estatísticos, assim como, das decisões tomadas internamente pelas agências. As CRA's enfrentaram uma nova onda de críticas, e agora se tornaram alvos dos holofotes do público em geral. A crise financeira de 2007/2008, que se tornou global pelos seus reflexos, foi amplamente deduzida da conta das agências de notação (MATHIS; McANDREWS; ROCHET, 2009).

Mesmo o período de 2002 a 2008 se caracterizando por uma ampla expansão das CRA's, principalmente fora dos EUA, elas acabaram sendo alvo de crescentes críticas por parte tanto de governos nacionais, quanto de agentes do setor privado. O ápice dessas críticas ocorreu durante a crise econômico-financeira de 2007-08, conhecida como “crise do *Subprime*”. A falência do banco *Lehman Brothers*, e o consequente efeito dominó que atingiu diversas grandes instituições financeiras, como as companhias de crédito financeiro imobiliário *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, fizeram com que o governo dos EUA tomasse medidas para salvaguardar tais instituições. Nesses termos, as altas classificações atribuídas pelas CRA's a essas instituições no momento da crise provocaram uma série de críticas, agora de maneira mais severa (HUNT, 2009).

Por fim, grande parte dessas críticas se pautou no argumento de que tais classificações de crédito eram de certa forma exageradas, dado que tais produtos financeiros não possuíam tal nível de confiabilidade, com o que contribuíram para a turbulência que culminou na crise de 2008. Diversos relatórios sobre a crise afirmaram que as altas classificações de crédito atribuídas pela CRA's em relação aos novos instrumentos financeiros auxiliaram no comportamento dos investidores, incentivando-os a comprar esses instrumentos (HUNT, 2009). Nas palavras do autor, “quando os instrumentos começaram a parecer muito mais arriscados do que os investimentos tradicionais com *ratings* em si” (HUNT, 2009, p.4, tradução nossa).

Descrevendo as fases do desenvolvimento da indústria do *rating*, fica nítido o quanto as mudanças no SFI foram impactantes no estabelecimento e expansão das agências de classificação de crédito. Paralelamente, alguns eventos disruptivos, como as crises que abordei anteriormente, foram responsáveis por impulsionar numerosas críticas a elas, assim como, sobre a necessidade de maior regulação na indústria. A partir dos anos 2000, sucessivas tentativas de discutir a situação das CRA's deram origem a legislações que tinham como intuito regular de fato a indústria do *rating*, dando mais transparência e circunscrevendo sua atuação. Para compreender melhor tal movimento regulatório, e como as agências se utilizaram das brechas presentes na legislação para continuar atuando com o mínimo de constrangimentos, no último capítulo trago a análise de Jamie Peck sobre a neoliberalização. Tal arcabouço teórico me permite traçar um paralelo entre a fase *roll-out* do neoliberalismo, e a onda regulatória que surge na tentativa de regular as CRA's, tentando explicar que, ao invés de limitar a atuação das agências, tal onda permitirá que elas retomem seu crescimento pós-crise de 2007.

No próximo capítulo, abordo o desenvolvimento das regulações relativas às CRA's analisando as audiências do Congresso norte-americano, relatórios, leis, entre outros. Essa

análise tem como intuito, não somente compreender as mudanças na legislação norte-americana, mas sim, avaliar seus avanços e limites na tentativa de julgar até onde ela foi efetiva na intenção de limitar a atuação das agências e diminuir a dependência em relação a elas.

4 MUDANÇAS NA REGULAÇÃO NORTE-AMERICANA E SEUS IMPACTOS SOBRE AS CRA'S

Como mencionei anteriormente, foi devido às crises ocorridas no Leste Asiático em 1997-1998 e, posteriormente, com a crise da Enron e da *Worldcom* em 2001-2002, que os debates acerca do papel das CRA's e a necessidade de uma regulação mais ostensiva, provocaram uma “onda de reação regulatória” (STAIKOURAS, 2012). Em resposta a estes eventos, e à crítica crescente que emergia em relação à atuação das agências de *rating*, o Congresso norte-americano se viu pressionado a agir na tentativa de compreender melhor a atual situação regulatória das CRA's, assim como abrir “caixa preta” que representava a indústria de classificação de crédito. Por meio de audiências, relatórios e mudanças na legislação, o governo norte-americano tentou reagir aos impactos negativos causados por tais crises, assim como do que viria a se tornar uma das piores crises financeiras já vistas, a Crise do *Subprime*.

Para sistematizar as mudanças na legislação norte-americana e o desenvolvimento das discussões propostas pelo Congresso norte-americano, divido o capítulo em seções para cada ano a partir de 2002, por ordem cronológica. Adoto essa postura na tentativa de destacar quais são os principais pontos discutidos tanto nas legislações quanto nos relatórios e audiências. Dividindo cronologicamente as seções, pretendo apontar os rumos que as discussões e as mudanças nas legislações tomam no decorrer de cada ano, as diferenças no foco das discussões, a importância de determinadas pautas nesses anos, e porque tais audiências são marcos importantes na mudança regulatória. Desse modo, consigo observar também os impactos do contexto histórico, como as crises da Enron e do Suprime, e como elas direcionam o rumo das discussões.

4.1 2002

As discussões suscitadas pelo Congresso norte-americano relativas às agências de classificação de crédito no ano de 2002, foram impactadas diretamente pela crise das grandes corporações norte-americanas em 2001, principalmente, a falência da Enron Corporation. O principal foco da audiência realizada pelo Senado, foi analisar a participação e as consequências da atuação das CRA's no caso da Enron. Para além disso, o Congresso voltou seus esforços para compreender o escopo de influência dessas agências sobre o mercado financeiro e sobre a economia norte-americana. A inserção das classificações na regulação norte-americana, a falta

de responsabilidade e transparência das classificações, foram apontados como os principais aspectos a serem estudados. Atrelado a isso, o relatório emitido pelo Comitê do Senado mencionou a falta de supervisão por parte da SEC como um ponto crucial a ser trabalhado. Segundo o relatório, a SEC não estaria preparada para essa supervisão, o que justificaria mudanças na legislação com o objetivo de garantir um melhor desempenho das agências e a retomada da confiança por parte do mercado. Desse modo, o ano de 2002 vai marcar o início de um esforço, por parte do governo norte-americano, de desobscurecer a indústria do rating, e dar início ao processo que chamei de “onda regulatória”, através do chamado Sarbanes-Oxley Act.

Em março de 2002, o comitê do Senado realizou uma audiência intitulada “*Rating the raters: Enron and the credit rating agencies*”, que teve como objetivo principal compreender e avaliar a participação das agências de classificação de crédito no episódio de falência da *Enron Corporation* em 2001. Esta audiência pretendeu obter informações sobre por que as agências de classificação de risco continuaram classificando a Enron com um bom risco de crédito poucos dias antes da empresa declarar falência, assim como, determinar como futuras calamidades deste tipo poderiam ser evitadas. De um modo geral, os senadores deixaram claro sua compreensão de que as três principais agências de classificação exerciam um poder significativo tanto sobre as empresas norte-americanas, quanto sobre os mercados. Salientou-se que tal poder é conferido pelo próprio governo por meio da inserção e da exigência das classificações nas leis e regulamentos. Esta exigência não se circunscreve apenas à legislação que envolve bancos e títulos mas, também, se estende à educação e assistência financeira, telecomunicações, além de toda uma série de atividades econômicas.

Em conjunto com tal poder conferido às CRA's, vem o acesso e proteção especial que elas possuem. Dentre eles, principalmente, estariam o acesso a informações internas das empresas e a isenção de responsabilidade sobre sua atuação, benefícios estes que lhes garantem maior acesso a informações que outros analistas dentro do sistema, dando a elas uma posição bem singular²⁵, através da *Regulation FD*²⁶. Segundo os congressistas, seria óbvio relacionar

²⁵ “They have the opportunity to access information that other professionals and the public cannot due to their exemption from Regulation FD. They are protected from competition by the SEC as a result of their status. They have the ability to effectively collect a tax from companies issuing debt, and they operate virtually free from liability” (The Ratings Game: Improving Transparency and Competition Among The Credit Rating Agencies. Hearing nº 108-110. Washington DC, 2004.)

²⁶ “Regulation FD addresses the selective disclosure of information by publicly traded companies and other issuers. Regulation FD provides that when an issuer discloses material nonpublic information to certain individuals or entities—generally, securities market professionals, such as stock analysts, or holders of the issuer's securities who may well trade on the basis of the information—the issuer must make public disclosure of that information.

que tanto poder nas mãos das agências de classificação, exigiria algum grau de responsabilidade sobre suas ações e, até mesmo, um nível de cobrança sobre elas. Porém, a aceitação da SEC e o status de NRSRO's, ao invés de garantir isso, garantiria que elas fossem “deixadas em paz” e sem nenhuma responsabilidade aparente.

Será então, no contexto do episódio da Enron, que se discutirá e questionará, a necessidade das CRA's em ter um senso de responsabilidade mais contínuo, com certa supervisão por parte da SEC. Ainda sobre a falta de responsabilidade atribuída às agências, existe o entendimento de que elas se apoiariam na proteção da Primeira Emenda, defendendo suas classificações como meras “opiniões”. Além disso, o mais interessante seria o fato de que suas opiniões, seu endosso, é exigido por lei, diferente do que ocorre com outras publicações financeiras. Portanto, ficou claro que existe a necessidade de mais transparência, de esclarecer o que exatamente elas fazem e o que não fazem, pelo benefício dos investidores, e até que ponto os investidores devem ou não confiar no que elas dizem.

A audiência foi dividida em dois painéis: o primeiro foi composto por analistas seniores do caso Enron de cada uma das três principais agências. Em geral, eles assumiram a posição de que seus *ratings* dependiam da precisão e integridade das informações fornecidas pela Enron e seus funcionários. O segundo painel consistiu de dois acadêmicos, o CEO de uma quarta agência de classificação de crédito, e o então comissário da SEC, Isaac C. Hunt Jr. Este último, explicou a utilização, por parte da SEC, das classificações de crédito na regulamentação, iniciativas anteriores que envolveram as agências e a intenção da SEC de proceder uma análise aprofundada do papel das agências de notação nos mercados de valores mobiliários norte-americanos.

Apesar das divergências sobre a utilidade das informações providas pelas agências, assim como da capacidade da regulação governamental de melhorar seu desempenho, todos os acadêmicos participantes do painel concordaram, cada qual a seu modo, que existia a necessidade de uma maior regulação das agências de classificação exigindo uma maior transparência sobre suas atuações. Já o representante de uma quarta e menor agência de classificação, apontou que a SEC deveria manter a designação NRSRO, mas estabelecendo critérios claros e específicos para o reconhecimento das NRSRO's.

In this way, Regulation FD aims to promote the full and fair disclosure”. Disponível em: <https://www.sec.gov/fast-answers/answers-regfdhtm.html>). Acesso em: 22 nov. de 2018.

Em meio às questões levantadas pela audiência do caso Enron, em julho do mesmo ano promulgou-se o *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*, que ficou conhecido como *Sarbanes-Oxley Act*. Tal lei, teve como objetivo primordial assegurar a integridade dos mercados de capitais dos Estados Unidos e restaurar a confiança dos investidores em relação aos recentes escândalos financeiros do período. Porém, é apenas na seção 702, intitulada “*Commission study and report regarding credit rating agencies*”, que se dedica uma atenção especial à situação das agências de classificação. Nesta seção, apenas ficou exigido que a SEC realizasse um estudo, e o apresentasse num prazo de 180 dias, sobre o papel e a função das agências de classificação de crédito no funcionamento do mercado de valores mobiliários. Para o estudo, foi estipulado que se examinasse uma série de áreas de consideração enfocando no papel das agências, sua importância no mercado e para os investidores, sobre a questão das barreiras à entrada de novos concorrentes, possíveis melhorias na disseminação das informações, conflitos de interesses na atuação dessas agências, entre outros. Apesar de tal lei não definir nenhum tipo de regulação pertinente às CRA’s, ela exigiu estudos que seriam utilizados para identificar os diversos problemas atribuídos a essas agências, e as possíveis medidas regulatórias para sanar tais problemas.

Já em outubro de 2002, o *Senate Committee on Governmental Affairs* emitiu o relatório “*Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*”, contendo os resultados da investigação feita pelo comitê sobre as ações das três NRSRO’s (Fitch, Moody’s e S&P) nos anos anteriores ao colapso da Enron. O relatório trata minuciosamente das falhas percebidas na atuação da CRA’s em cumprir suas responsabilidades para prevenir ou alertar sobre o fracasso iminente da Enron. Fornece também, recomendações com relação à melhoria do desempenho futuro de tais agências. O relatório aponta que, apesar do colapso da Enron ser diretamente de sua responsabilidade e de sua administração, ela, no entanto, funcionava dentro de um arcabouço maior que consistia de entidade privadas e públicas que tem como função monitorar e regular as atividades das empresas e as divulgações públicas. Desse modo, analisando os supostos mecanismos de controle contra o mau comportamento financeiro, o Comitê descobriu uma falha sistêmica e catastrófica de todos os “*watchdogs*” que deveriam vigiar tais ações das empresas. Apesar da magnitude da falência da Enron e de sua conduta fraudulenta, praticamente ninguém, no sistema de controles de várias camadas, criado para proteger o público, detectou os problemas da Enron ou, se o fez, não fez nada para corrigi-los ou alertar aos investidores. Nenhum dos “cães de guarda” estavam lá para prevenir ou alertar sobre o desastre iminente.

Tais falhas colocaram em cheque o próprio arcabouço regulatório financeiro erigido nos EUA. A SEC, no período em questão, não estaria preparada para executar essa função de vigilância. Ao invés de ser de única responsabilidade do ente público, a SEC contaria com parceiros privados para manter o controle sobre o mercado norte-americano. Porém, o caso da Enron demonstrou como essa relação se mostrou equivocada e fracassada. No caso das CRA's, o relatório menciona que elas também não alertaram ao público sobre a situação em que se encontrava a Enron até 4 dias antes de decretar falência²⁷. Desse modo, a comissão questionou como tais empresas, especialistas em avaliar o crédito, poderiam considerar a Enron como um investimento sólido a menos de uma semana da falência. E o mais preocupante, a dependência dos regulamentos estaduais e federais dessas classificações para estabelecer padrões de investimento.

Por fim, a equipe do comitê concluiu que, no caso da Enron, as agências de classificação falharam em detectar os problemas da empresa, ou demoraram a levar suficientemente a sério tais problemas devido à sua falta de diligência. As CRA's não sondaram suficientemente e, apesar de sua missão de fazer avaliações de crédito de longo prazo, não consideraram suficientemente fatores que afetam a saúde de longo prazo da empresa, particularmente, irregularidades contábeis e estruturas de financiamento excessivamente complexas. Em meio a esta análise, o comitê recomendou uma maior supervisão para essas agências de classificação, a fim de garantir que a confiança do público nessas empresas seja bem colocada²⁸.

4.2 2003

Na esteira das propostas de explorar mais a fundo a indústria de classificação de crédito, o ano de 2003 foi marcado pelo esforço de identificar os principais gargalos existentes no segmento de rating de crédito. A falta de competitividade associada à existência de possíveis barreiras à entrada; os conflitos de interesse; e a falta de transparência e responsabilização por parte das CRA's de suas classificações, foram indicadas os principais problemas da área. Porém, o que diferencial das discussões deste ano, foi a “descoberta” da categoria NRSRO

²⁷Até esse exato momento, elas haviam mantido uma classificação de "grau de investimento" para a Enron, significando sua saúde financeira e que seus títulos eram seguros e confiáveis.

²⁸The recommended conditions would include: (a) standards and considerations to be used by credit rating agencies in deriving their ratings, such as those addressing accounting issues; and (b) standards for training levels of credit rating analysts (including training on the information contained in periodic SEC and other regulatory filings and training in basic forensic accounting). The Staff Report also recommended that the Commission monitor compliance with these requirements and, in the event of a future corporate meltdown such as Enron, conduct an investigation to ensure that the applicable credit ratings were derived in accordance with those standards. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>. Acesso em: 22 de Nov. 2018.

como uma importante barreira à entrada e a falta de transparência existente em seus critérios de definição. Os problemas associados à categoria NRSRO, foram identificados como fundamentais para se pensar futuras mudanças regulatórias e aumentar a competitividade na indústria.

Em janeiro de 2003, conforme exigido pela Seção 702 (b) do Sarbanes-Oxley Act de 2002, a SEC publicou um relatório denominado “*Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*”. Este relatório foi elaborado com o intuito de abordar os principais tópicos identificados pelo senado e a serem explorados no estudo da SEC exigido em lei. Entre os tópicos apontados incluem: o papel das CRA’s e sua importância para os mercados de valores mobiliários, os impedimentos enfrentados pelas agências de classificação na execução desse papel, supostas medidas para melhorar o fluxo de informações das agências para o mercado, possíveis barreiras à entrada na indústria de classificação de crédito, e conflitos de interesse enfrentados por essas agências. O relatório também aborda outras questões relativas às agências, como alegações de práticas anti-competitivas ou desleais, o seu nível de diligência, o escopo, o alcance e a forma de supervisão da SEC.

Em resposta às questões abordadas no relatório publicado pela SEC, o senado convocou uma audiência em abril do mesmo ano, “*Rating the rating agencies: the state of transparency and competition*”, com foco principal no status de NRSRO’s e a falta de transparência nos critérios para se definir qual agência deve alçar a tal categoria. Dessa forma, ela teve como intuito examinar de forma mais detalhada a maneira pela qual a designação dessas organizações ocorre, a adequação dos métodos de supervisão regulatória atuais, e como funciona o processo de aprovação ou revogação do status de NRSRO. De forma geral, a preocupação girou em torno de compreender como tal sistema funciona, assim como, a forma que tais agências reconhecidas geram receitas significativas dos entes privados para fornecer informações para fins públicos. Outra questão importante estaria relacionada ao desempenho das agências nacionalmente reconhecidas, principalmente, devido ao seu acesso a informações que não estariam disponíveis a qualquer outro agente do mercado.

Em relação à regulamentação, salientou-se a importância de verificar a existência de responsabilidade, por parte SEC e do Congresso, em reexaminar a necessidade de atividade regulatória em nome das CRA’ ou em relação a elas. Para isso, foi necessário analisar cuidadosamente as diversas questões levantadas no relatório emitido pela SEC em janeiro. Existe então uma discussão relativa à necessidade de discernir como a Comissão deveria

supervisionar as agências de notação de uma forma sistemática. Para tanto, foi importante explorar os conflitos de interesse que as agências de *rating* enfrentam, como sua dependência de pagamento pelos emissores e sua prestação de serviços de consultoria aos emissores. Ou seja, também foi importante se discutir sobre a competitividade da indústria de classificação de crédito, e a questão das barreiras à entrada. A discussão proposta nos painéis girou entorno da falta de transparência e da necessidade de mais divulgação e clareza no processo de classificação, os conflitos em potencial, e sobre a responsabilidade das próprias classificações frente aos fracassos das agências de *rating* em alertar os investidores sobre iminentes falências no início dos anos 2000. Em relação ao status NRSRO, foram discutidas preocupações acerca da abertura da indústria do *rating* e da existência de barreiras anti-concorrenciais à entrada para as empresas de classificação que buscam reconhecimento pela SEC.

Dentre os participantes da audiência, merecem destaque as declarações da diretora da divisão de regulação do mercado da SEC, Annette Nazareth, e o professor de economia Lawrence White. Segundo Nazareth, a solução para evitar as potenciais barreiras regulatórias à entrada de novos ingressantes, seria eliminar o uso regulatório do conceito NRSRO. Ao mesmo tempo, ela salientou a necessidade de dar maior transparência sobre os critérios e o processo de reconhecimento das agências de classificação, além de medidas de regulamentação para restringir seu raio de atuação. Além disso, enfatizou a necessidade de uma supervisão mais contínua e direta das CRA's, incluindo requisitos de manutenção de registros feitos para a indústria de classificação de crédito e um programa de inspeções e exames regulares por parte da SEC.

De outra forma, o professor White pontuou que o principal problema giraria em torno do crescimento das exigências feitas por parte dos reguladores financeiros, exigindo que as instituições reguladas utilizassem das classificações feitas pelas CRA's. Segundo ele, enquanto os reguladores delegassem seus julgamentos de crédito às empresas de classificação, haveria a necessidade de designar quais classificações devem ser ouvidas pelas instituições financeiras regulamentadas. Porém, esse processo força os mercados de capitais a prestar atenção, principalmente, às entidades designadas, gerando um poder de mercado ainda maior a elas. Ainda segundo ele, existiriam dois caminhos básicos que poderiam ser seguidos para sair dessas dificuldades. O primeiro e melhor, segundo ele, seria fazer com que os reguladores financeiros retirassem as delegações das classificações de crédito e fizessem as próprias avaliações. Com isso, seria possível a SEC eliminar a categoria NRSRO, e os mercados de capital ficariam então livres para decidir por si mesmos quem deveriam seguir, quais previsões seguir, entre outros. A

outra saída, seria a SEC deixar de ser uma barreira à entrada, devendo certificar ativamente empresas qualificadas como NRSRO's e, inevitavelmente, deveria avaliar periodicamente a adequação das agências para continuarem sendo NRSRO's. Desse modo, a SEC poderia focar mais no desempenho das CRA's, garantindo mais qualidade nas avaliações.

Seguindo a mesma preocupação da audiência anterior, e sobre questões levantadas no relatório do mesmo ano, em junho, a SEC publicou um *Concept Release*²⁹ solicitando comentários e sugestões públicas a respeito da continuidade do uso das classificações de crédito para fins regulatórios sob as leis federais de valores mobiliários. Caso o comentário fosse afirmativo a tal questão, o público deveria comentar sobre o processo de determinação de quais classificações deveriam ser utilizadas, e por fim, qual o grau de supervisão a ser aplicado às agências de classificação.

4.3 2004

Em 2004, o foco das discussões do Congresso se deram na questão da transparência, assim como, da falta de competitividade no setor de classificação de crédito. Seus esforços giraram em torno de analisar a capacidade da autoridade regulatória, no caso, a SEC, em atuar na supervisão da atuação das agências, garantindo maior transparência. Novamente, as atenções se voltaram para a categoria NRSRO, a falta de transparência em seus critérios e a sua existência como barreira à entrada para novas agências. Portanto, fixou-se a necessidade da SEC de estabelecer maior transparência dentro da categoria e assegurar mudanças necessárias para que haja um aumento da competitividade e a introdução de novas agências no mercado de classificação de crédito norte-americano.

Na esteira das discussões feitas no Senado, e da solicitação de comentários feita pela SEC, em 2004 foi convocada mais uma audiência voltada para questão da falta de transparência e da questão anti-concorrencial que pairava sobre a indústria do *rating*. A audiência nomeada por “*The ratings game: improving transparency and competition among the credit rating agencies*”, realizada em setembro, teve por objetivo revisar novamente o desempenho e a autoridade reguladora das agências de classificação de crédito. Salientou-se a falta de uma metodologia claramente estabelecida para se definir quem, e como, uma entidade corporativa

²⁹The Commission occasionally publishes "concept" releases to solicit the public's views on securities issues so that we can better evaluate the need for future rulemaking. We encourage the public to submit comments on the following concept releases during the comment period. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/concept.shtml>. Acesso em: 22 de Nov. 2018.

pode se tornar reconhecida como uma CRA. Dessa forma, a questão da transparência ganhou uma conotação importante, na medida em que existiria uma exigência legal de que as empresas públicas utilizassem os serviços das agências de classificação. Isso tornaria ainda mais importante garantir que os participantes do mercado compreendessem plenamente sua função e as metodologias pelas quais essas classificações são emitidas.

Por outro lado, não havia uma supervisão contínua sobre as metodologias utilizadas pela CRA's no desempenho de suas funções, assim como, não existia um método para retirar o status formal de uma agência em NRSRO. O propósito adicional da audiência então, seria o de receber comentários adicionais sobre a conveniência da regra da SEC, ou ação legislativa, para fornecer transparência adicional, divulgação suficiente sobre as metodologias e avaliar a maneira pela qual essas agências se envolvem em suas práticas de classificação.

Dois convidados para participar da audiência, o presidente da *Association for Financial Professionals* (AFP), James Kaitz, e o Resident Fellow do *American Enterprise Institute* (AEI), Alex Pollock, dirigiram suas críticas à falta de capacidade da SEC e da categoria NRSRO de supervisionar e promover maior transparência na indústria do *rating*. Segundo eles, a designação NRSRO atuaria como uma barreira à entrada no negócio de classificação de crédito. Pensando nisto, um arcabouço regulatório razoável, que minimize as barreiras à entrada e seja flexível o suficiente para permitir a inovação, seria importante para fomentar a concorrência entre as NRSRO's existentes, e as que posteriormente seriam reconhecidas, restaurando a confiança dos investidores nas agências de classificação e nos mercados de capitais globais.

Segundo Kaitz, a SEC deveria tomar medidas para promover a maior concorrência no mercado de *ratings* de crédito e melhorar a supervisão das agências de classificação. Por falta de atitude e vigilância, a SEC estaria se abdicando de sua responsabilidade perante os participantes do mercado de capitais e potencialmente sujeitando os emissores, investidores e agências de *rating* a um regime regulatório fragmentado e excessivamente prescritivo. Em vez de regimes regulatórios excessivamente prescritivos, as soluções de inovação e do setor privado, como o *Code of Standard Practices* da AFP, seriam as respostas apropriadas para muitas das questões levantadas sobre as classificações de crédito.

Já segundo Pollock, para tornar a indústria de classificação de crédito mais competitiva, seria necessário algumas ações possíveis, entre elas: o abandono da denominação NRSRO de modo que a SEC não continuasse exigindo sua própria aprovação de agências para fins regulatórios, ou ao menos, deixasse esses critérios claros; em segundo lugar, se a SEC decidisse

continuar a exigir sua aprovação das agências de classificação, o critério de ter que ser "reconhecido nacionalmente" com antecedência deve ser simplesmente eliminado; uma terceira ação seria a aprovação de agências de classificação para fins especializados, seja para avaliar indústrias, instituições financeiras, ou um país, entre outros. Isso permitiria que os novos concorrentes criassem concorrência com base em suas especialidades e onde estivessem mais aptos a competir; e por fim, a última opção seria a de acabar não apenas o termo "NRSRO", mas também, a exigência de designação pela SEC. Em vez disso, a responsabilidade de escolher entre as alternativas das agências de classificação deveria pertencer a investidores, empresas financeiras, emissores de títulos e outros usuários, enfim, o mercado. Portanto, tais medidas seriam importantes para proporcionar benefícios como inovação, melhores serviços, menores custos, eficiência e transparência.

4.4 2005

Após intensos debates sobre a falta de regulação no mercado de classificação de crédito, o Congresso identificou que não existia uma clara regulamentação efetiva na área, portanto, passou a analisar métodos mais eficazes de regulação. A medida mais debatida foi a necessidade de conceder uma maior autoridade reguladora à SEC, para que se pudesse criar uma supervisão contínua das agências de classificação de crédito. Outra questão importante a ser revista foi a concentração da indústria em torno das duas principais agências, a S&P e a Moody's. Uma maior supervisão por parte da SEC seria fundamental na melhoria do processo de designação das NRSRO's e na contínua verificação se as CRA's cumprem as exigências necessárias. Portanto, o foco do Congresso nas audiências de 2005 era fornecer maior autoridade à SEC, com o objetivo de estabelecer uma maior regulação que garantisse maior transparência e concorrência.

Diante dos inúmeros comentários acerca da falta de atuação da SEC em relação à regulamentação da indústria do *rating*, a partir de 2005, o Congresso norte-americano passou examinar cada vez mais de perto a situação. Em fevereiro de 2005, a audiência "*Examination of the role of credit rating agencies in capital markets*" foi mais uma tentativa de se analisar profundamente o papel exercido pela CRA's e, ao mesmo tempo, pensar modos mais eficazes de regulamentar tal indústria. Enfatizando a crescente importância do papel ocupado pelas agências de classificação como "guardiões dos mercados de capitais"³⁰ (*gatekeepers*), durante

³⁰ "These entities wield extraordinary power in the marketplace, and their ratings affect an issuer's access to capital, the structure of transactions, and portfolio investment decisions. A high rating effectively serves as a "seal of

a audiência salientou-se, incisivamente, a importância da SEC em examinar cuidadosamente o setor, o processo de classificação e o panorama regulatório.

Sobre o setor, deixou-se claro que a designação NRSRO desenvolveu-se para um selo quase-oficial de credibilidade no mercado, e que atuaria como uma importante barreira à entrada. Debateu-se que, sem a concessão de tal designação por parte da SEC, uma concorrência significativa seria quase impossível. Isso porque uma empresa não pode competir nacionalmente sem o status de NRSRO mas, também, não poderia obter a designação sem uma reputação nacional em primeira instância, uma situação conhecida como “*Catch-22*”³¹. Representando a S&P, a presidente da agência Kathleen Corbet, e o presidente da Moody’s, Raymond McDaniel Jr, afirmaram o compromisso de suas empresas em apoiar uma maior transparência no processo de designação da NRSRO, assim como, a redução das barreiras regulatórias à entrada na indústria de classificação de crédito. Já para o diretor geral da *Egan-Jones Ratings Company*, o senhor Sean Egan, a indústria de classificação estaria em crise tendo dois problemas importantes: uma consolidação severa de monopólio, principalmente, entre a S&P e a Moody’s, que não competiriam entre si por serem as duas classificações mais exigidas; e o outro problema, seria o da utilização de informações privilegiadas, também creditados às duas maiores agências de classificação, o que criaria mais oportunidades de negociação para elas.

James Kaitz, presidente da AFP, também afirmou que a criação da categoria NRSRO criou uma barreira artificial para a entrada no mercado de classificação de crédito, levando a uma concentração de poder de mercado das agências reconhecidas, e a falta de concorrência e inovação no mercado de crédito. Paralelamente, a Comissão deu ainda mais poderes às agências de *rating* ao isentá-las da *Regulation FD*. Por meio dessa isenção, as agências de classificação têm acesso a informações não-públicas sobre as empresas que avaliam. Na sua visão, tendo em vista que somente a SEC poderia remover a barreira artificial da concorrência que criou, eles deveriam manter a designação, mas articulando claramente o processo pelo qual as agências de classificação de crédito qualificadas podem obter a designação NRSRO. De outra maneira, a SEC também deveria ter um papel mais ativo na supervisão contínua das agências de classificação para garantir que continuem a “merecer” o status de NRSRO. Por fim, a SEC

approval" that can save an issuer millions of dollars in interest payments. Conversely, a low rating or a ratings downgrade can trigger a sell-off of an issuer's stock and a drop in its bond prices, while making future financing more expensive". Disponível em: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-109shrg28059/html/CHRG-109shrg28059.htm>. Acesso em: 22 de Nov. de 2018.

³¹Uma situação “*Catch-22*” se caracteriza por um dilema ou circunstância difícil da qual não há escapatória devido a condições mutuamente conflitantes ou dependentes.

ainda não teria feito nada para garantir que aqueles que recebessem essa isenção não usassem informações não públicas inapropriadamente. A SEC deveria exigir que as NRSRO's tivessem políticas em vigor para proteger essas informações valiosas e privilegiadas. Consequentemente, desempenhar um papel mais ativo na supervisão contínua das agências de classificação.

Em relação ao processo de classificação feito pelas agências, os congressistas se mostraram preocupados em revisar a estrutura e operação das agências de classificação. Preocupações em relação à transparência do processo de classificação e com as informações disponibilizadas pelas agências de classificação aos emissores e ao público em geral, seriam os principais pontos a serem trabalhados. Tal falta de transparência levaria alguns atores a questionar a confiabilidade e a credibilidade dos *ratings*, e se o processo de classificação seria muito subjetivo. Desse modo, seria de suma importância que o mercado entendesse completamente o raciocínio por trás de uma decisão de classificação e as informações nas quais ela se baseia. Da mesma forma, os presidentes da S&P e da Moody's, assim como o presidente da Fitch Ratings, Stephen Joynt, reafirmaram seu compromisso e suas iniciativas para salvaguardar a independência, integridade e transparência do processo de classificação. Na mesma linha, seguiu o senhor Micah Green, presidente da *Bond Market Association* (BMA), argumentando que para que as CRA's tenham credibilidade como guia de precificação, elas deveriam ser vistas pelo mercado como independentes. Ao mesmo tempo, ele salientou a importância da publicação das metodologias das agências de classificação, para que tanto os emissores quanto os usuários entendam os requisitos e padrões das agências e para que diferentes analistas de classificação na mesma agência produzam classificações consistentes.

De certo modo, ambas questões se entrelaçam na análise do panorama regulatório da indústria do *rating*. Questões anteriormente levantadas como: a extensão da autoridade da SEC para regulamentar, examinar ou impor requisitos sobre as normas das NRSRO's; se o processo de reconhecimento de uma NRSRO deve ser mais transparente; sobre os conflitos de interesse que surgem porque as agências de classificação são pagas e vendem serviços de consultoria para os emissores que eles avaliam; a influência dos emissores sobre os *ratings* que recebem; alegados processos anticompetitivos; governança corporativa e o potencial para conflitos de interesse quando o diretor de uma agência de classificação também faz parte do conselho de administração de um emissor avaliado; todas são importantes para serem analisadas no processo de regulação dessa indústria.

Segundo os senadores, até então, a SEC nunca havia adotado um processo formal de aprovação ou promulgado critérios oficiais de reconhecimento para obter a designação

NRSRO. Ao invés disso, ela fez determinações, caso a caso, o que levou muitos a questionar a transparência e a imparcialidade de todo o processo de aprovação. Além disso, quando a SEC concede a designação, não mantém qualquer forma de supervisão contínua. Micah Green pontuou que os critérios adotados pelos reguladores para aprovar as CRA's nacionalmente reconhecidas devem ser flexíveis o suficiente para permitir o aumento da concorrência, garantindo que as agências de classificação designadas tenham a expertise para produzir avaliações precisas. Por outro lado, assim como afirmou Kathleen Corbet, não seria desejável, ou necessária, segundo eles, a regulamentação do processo de classificação de crédito em si, uma vez que a regulamentação do governo tenderia a resultar em menos diversidade de opinião, e seria menos responsiva ao mercado em constante mudança e à evolução de novos produtos. Desse modo, a BMA apoiaria as ações dos reguladores uma vez que ajudaria a aumentar a concorrência entre as agências de classificação, porém, não apoiando medidas que limitasse a independência das agências de *rating* para determinar suas opiniões sobre a qualidade de crédito dos emissores. Segundo o argumento, isso tornaria os mercados de renda fixa menos eficientes e, em última análise, prejudicaria os investidores, emissores, distribuidores e reguladores.

Observando o amplo reconhecimento, tanto por parte dos agentes do mercado, quanto dos que o regulam, em abril do mesmo ano, o Congresso convocou uma audiência para tratar especificamente da necessidade de dar mais poderes à SEC para regular o mercado de classificação de crédito. Entitulada “*Reforming credit rating agencies: the SEC’s need for statutory authority*”, a audiência teve como objetivo principal debater sobre a necessidade de se dar mais atribuições e poderes à SEC na esperança de que ela possa conduzir uma maior supervisão sobre as agências de classificação. O interesse com a maneira pela qual as agências de *rating* vinham sendo reguladas e supervisionadas em suas funções, sempre foi uma preocupação do Congresso desde as recorrentes falências de 2001. Apesar disso, ficou claro que até então, poucas mudanças foram feitas na legislação e nas regras da SEC, na tentativa de se conseguir uma maior e contínua supervisão das CRA's.

Como apontou o representante Paul Kanjorski, altos funcionários da SEC já haviam sugerido regularmente que poderia ser necessária mais autoridade legislativa na indústria de classificação de crédito. Portanto, agora se voltando para a própria SEC, o Congresso decidiu questionar à Comissão quais autoridades específicas eles acreditariam ser efetivamente necessárias para supervisionar as agências de classificação. Para tanto, foi chamada como testemunha a diretora da divisão de regulação de mercado da SEC, Annette Nazareth. Questionada pelo representante Brown-Waite, sobre quem realmente governa (regula) as

NRSROs, a resposta da diretora Nazareth foi enfática: “*They are not regulated*”. Ainda sobre a questão, o mesmo representante perguntou sobre até onde ia a falta de regulação, se elas eram totalmente não reguladas. Novamente a resposta foi assertiva sobre a falta de regulação. Segundo Nazareth, como parte do processo de “*no-action*”, as agências foram registradas como consultores de investimento, mas, na verdade, o seu trabalho de consultoria seria mínimo na melhor das hipóteses. Desse modo, para esses fins, seus processos de classificação de crédito não seriam regulados.

Em sua declaração, Nazareth afirmou que os comentadores apoiavam a melhoria no processo de designação das NRSRO's com o intuito de dar maior transparência a ele. Eles apoiavam que a SEC especificasse mais detalhadamente os critérios que as CRA's precisariam para obter a chamada “*no-action letter*”, reconhecendo-as como NRSRO's. Em relação à supervisão contínua, foi recomendado que a SEC aprimorasse a sua capacidade de verificar se uma NRSRO continuaria a atender aos padrões mínimos que levaram à sua designação. Por outro lado, outros comentadores, entre eles as atuais agências designadas como NRSRO, levantaram preocupações sobre a extensão da autoridade da SEC para impor sobre elas requisitos. Para eles, a SEC não teria autoridade reguladora explícita sobre as NRSRO's, e que as atividades de classificação de crédito das NRSRO's estariam sobre proteção da Primeira emenda, tomando caráter de publicações financeiras.

Foi discutido ainda a questão do processo de classificação de crédito e sua proteção sob os auspícios da Primeira Emenda, e até que ponto uma regulamentação mais explícita não violaria tal direito de falar livremente aos mercados financeiros. Existiria questões sobre privilégio jornalístico e questões da Primeira Emenda que contribuiriam para essa análise, e é por isso que a SEC achou muito importante que o Congresso estivesse envolvido nessa determinação. Se o Congresso determinasse que seria necessária mais supervisão regulatória nessa área, e concedesse expressamente essa autoridade, isso seria assumir uma posição agressiva nessa área, especialmente, quando há questões da Primeira Emenda envolvidas, o que não seria apropriado.

Em resposta a esses comentários, a SEC se posicionou de modo que, para que se conduzisse um rigoroso programa de supervisão das NRSRO's, seria necessária uma autoridade reguladora mais explícita por parte do Congresso. Dessa forma, um regime regulatório bem pensado e estabelecido, poderia fornecer benefícios significativos em casos como a manutenção de registros como NRSRO's, a resolução de conflitos de interesses na indústria, transparência no processo de classificação e o uso indevido de informações não públicas. Para cumprir sua

função com eficácia, a SEC, no mínimo, precisaria de uma estrutura voluntária para supervisionar o processo e garantir que essas condições continuassem a ser cumpridas, ou ter um programa de supervisão mais rigoroso por meio de autoridade legislativa, o que daria a ela a capacidade de exigir registros e exames e outras coisas que são mais parecidas com o que um programa regulatório completo implicaria.

Por fim, segundo o Chairman Richard Baker, a proposta do Congresso seria a de que se eles pudessem identificar as áreas, para além da definição de NRSRO, que não estariam dentro da autoridade de fiscalização da SEC, seria possível e interessante, estabelecer um novo marco estatutário que a permitisse fiscalizar uma maior gama de pontos estabelecidos pela Sarbanes-Oxley Act. Para Nazareth, em relação ao termo NRSRO, a SEC teria a capacidade de definir claramente o termo e interpretar quais agências atendem à essa definição. Porém, o que eles realmente não possuiriam, seria a autoridade expressa para estabelecer um regime de vigilância contínua para que aqueles que atendessem à definição continuassem a fazê-lo, e que alguns dos princípios realmente fundamentais sobre os quais determinam a concessão “*no-action letter*”, continuassem existindo.

Após debater sobre a necessidade de se conduzir a supervisão do setor, e compreender que a SEC precisaria de mais autoridade direta e explícita do Congresso para fazê-lo, em junho, uma nova audiência se voltou, especificamente, para a concentração de mercado na indústria do *rating*. Com a denominação de “*Legislative solutions for the rating agency duopoly*”, o Congresso convocou tal audiência por entender que sem concorrência no negócio de classificação, as empresas operacionais seriam francamente mantidas como reféns, com a S&P e a Moody's controlando aproximadamente 80% do mercado. Tal concentração entre as duas maiores agências levantou a seguinte questão: essas agências controlam 80 por cento do mercado pois elas são realmente boas no que fazem, ou porque a SEC simplesmente deu a elas essa oportunidade?

Esse debate sobre a necessidade de acabar com o oligopólio na indústria do *rating*, que vai ao encontro dos problemas associados à categoria NRSRO, e que para muitos, impacta diretamente na concentração desse mercado, girou em torno da proposta feita pelo Senador Michael Fitzpatrick de introdução do chamado *Credit Rating Agency Relief Act (HR2990)*. Na visão de Fitzpatrick, tal lei injetaria maior concorrência, transparência e responsabilidade na indústria de agências de classificação de crédito por meio de reformas baseadas no mercado. Esta legislação eliminaria o processo de designação anticompetitiva da SEC e proibiria as práticas anticompetitivas da indústria, exigindo requisitos de relatórios e manutenção de

registros para empresas registradas, bem como conferindo autoridade de inspeção, exame e aplicação à SEC. Ainda, segundo ele, esta legislação não proibiria, nem restringiria, os direitos da Primeira Emenda das CRA's. Entendendo que o governo tem um interesse inegável em registrar as agências de classificação de risco, dando à indústria do *rating* impactos e efeitos substanciais do setor no mercado, ele argumenta que a legislação proposta regularia a indústria de classificação de crédito através da divulgação, sendo o meio menos restritivo de qualquer regulamentação.

Dentre os participantes convidados para debater o assunto, foi chamado o Professor de direito Frank Partnoy. Segundo ele, a regulação seria a responsável por sustentar o paradoxo da indústria do *rating*: o alto valor de mercado das classificações, e seu baixo valor informativo. Tudo isso devido ao atrelamento das regulações nacionais e/ou conceito de NRSRO. Segundo ele, as propostas feitas pela SEC, de melhor definir o conceito e a metodologia da categoria NRSRO, não corrigiriam as falhas fundamentais já estabelecidas na indústria. Para ele, o projeto de lei do congressista Fitzpatrick seria um passo importante na direção de resolver o paradoxo descrito anteriormente. Ele permitiria que inúmeras agências não consideradas NRSRO's, pudessem competir com as atuais NRSRO's. Além disso, incentivaria a entrada de novas agências de classificação, que poderiam usar medidas baseadas no mercado na avaliação de empresas. De outro modo, ele entende que com tal legislação, as NRSRO's estariam sujeitas à responsabilidade por fraudes nos valores mobiliários federais, assim como outras empresas do ramo. Por fim, mesmo empresas como a S&P e Moody's alegando que suas classificações são apenas opiniões, e se defendendo pautadas no argumento da liberdade de expressão garantido pela Primeira Emenda, aceito pelos tribunais dos EUA, seria importante salientar que suas avaliações de crédito não são apenas opiniões, e sim, carregam responsabilidades como diversas outras “opiniões” emitidas por outros participantes do mercado³².

Em acordo com a opinião favorável do Professor Partnoy à legislação proposta, o diretor administrativo da *Egan Jones Ratings Co.*, Sean Egan; e Alex Pollock, Resident Fellow, da *American Enterprise Institute*, também emitiram pareceres apoiando tal legislação, argumentando que o ponto de remoção da categoria NRSRO seria fundamental para aumentar a concorrência na indústria de classificação. Segundo Egan, a legislação, além de dar um passo importante rumo ao aumento da concorrência real, não prejudicaria a liberdade opinião

³² Opiniões de bancos de investimento, de auditoria de empresas de contabilidade, opiniões legais de advogados, classificações de venda de analistas de segurança, ou mesmo a certificação de demonstrações financeiras não estão sob os auspícios da primeira emenda como as classificações de risco.

concedida às empresas de classificação de risco, ou seja, não contrariaria os termos da Primeira Emenda. Já Alex Pollock, declarou que tal legislação mudaria a indústria do *rating* ao mudar de um regime de designação por regulamentação, feita pela SEC, para um regime de divulgação e concorrência. Ou seja, seria uma solução de mercado. Mudando o "R" de "reconhecido" para o de "registrado", mudaria completamente o significado do termo, e como ele operaria no mercado. Por fim, esse movimento levaria, junto com sua maior concorrência, a uma diversificação das opções no mercado para os clientes, melhores serviços, menores custos e mais concorrência de preços, além de menores lucros de duopólio e mais inovação.

Em contraposição à legislação proposta, Rita Bolger, diretora de gerenciamento e conselheira geral associada da S&P, lembrou de imediato que em 2003, quando a SEC interrogou os agentes do mercado sobre a manutenção do conceito de NRSRO, a grande maioria foi a favor da sua manutenção. Segundo ela, a S&P tem estado, e estaria comprometida, com mudanças construtivas que eliminassem as barreiras desnecessárias à concorrência no setor. Porém, em relação à legislação proposta, a empresa possuía sérias preocupações sobre o efeito disruptivo que ela poderia ter no funcionamento eficiente dos mercados de capitais, e custosa para ser substituída. Tal argumento, vem em consonância com o que declarou a *Bond Market Association*, de que a designação NRSRO serviria a um propósito único nos regulamentos da SEC para os quais um substituto não estaria disponível ou não seria prático. Outro ponto importante, seria o de que uma supervisão regulatória intrusiva, do estilo contemplado pela lei, resultaria em classificações de menor qualidade, e não superior como afirmaram seus defensores. Isso porque as classificações de crédito são opiniões sobre as quais os analistas poderiam discordar. Assim, não haveria um modo correto de proceder à sua formação.

Bolger ainda alegou que tal regulamentação poderia criar abordagens e classificações padronizadas que não refletiriam a real visão descompromissada do comitê de *rating*. Além disso, segundo ela, a regulação intrusiva provavelmente criaria novas barreiras à entrada, uma vez que a legislação forçaria os novos participantes (menores) a arcar com custos regulatórios significativos que atualmente não suportam. Já em relação à defesa da liberdade de expressão das classificações, a diretora recordou que as CRA's têm consistentemente recebido um alto nível de proteção da Primeira Emenda por numerosos tribunais estaduais e federais, como havia salientado os membros do Congresso. Portanto, tal regulação teria um caráter inconstitucional. Segundo ela, isso ocorreria porque, em sua essência, as agências de classificação, como a S&P, realizam atividades jornalísticas de coleta de informações sobre questões de interesse público, analisando essas informações, formando opiniões sobre elas e divulgando amplamente essas

opiniões ao público em geral, sendo protegidos pela Primeira Emenda. Logo, o projeto, tornando ilegal que uma agência de classificação de crédito publique suas opiniões sem primeiro se registrar junto ao governo, fornecendo divulgações obrigatórias sobre suas atividades comerciais e obtendo a aprovação desse registro, violaria o direito claro de expressão.

Em uma vertente “intermediária” dessa discussão sobre a introdução da *Credit Rating Agency Duopoly Relief Act*, o presidente da *Association For Financial Professionals*, James Kaitz, defendeu que para se eliminar a barreira à entrada e estimular a concorrência, seria necessário que a SEC esclarecesse o processo de reconhecimento. Além disso, na sua visão, o reconhecimento das CRA’s deveria estar condicionado à sua capacidade de produzir consistentemente classificações confiáveis. No entanto, a proposta feita anteriormente pela SEC, não fomentaria um mercado verdadeiramente competitivo, assim como não abordaria a necessidade de supervisão contínua do mercado de classificação de crédito. Seria nesse contexto que a legislação proposta pelo representante Fitzpatrick entraria. Ela exigiria que a SEC registrasse as CRA’s com base nos critérios recomendados pela AFP, eliminando o processo de designação das NRSRO’s. Dessa forma, caberia à SEC somente a responsabilidade de censurar, suspender ou revogar o registro de qualquer agência registrada que viole certas regras da lei ou que deixe de atender aos critérios de registro. Portanto, a legislação proposta concederia à SEC a autoridade, flexibilidade e orientação necessárias para conduzir a supervisão necessária sem colocar um regime legislativo excessivamente restritivo na própria SEC ou nas agências de classificação de crédito.

Porém, apesar da legislação proposta resolver uma série de problemas presentes na indústria do *rating*, para Kaitz, ainda existiria a necessidade de esclarecimentos em diversas áreas chaves para fortalecer a lei. A primeira área, seria no que diz respeito às estatísticas de medição de desempenho de *ratings*. A segunda, seria a exigência de registro contida na lei exigindo que todas as agências de classificação de crédito se registrem na SEC, mesmo aquelas que não pretendem ter suas classificações aprovadas para uso por carteiras regulamentadas. Segundo Kaitz, existem muitas agências as quais não procurariam, e não poderiam solicitar, o reconhecimento ou registro da SEC. Além disso, as novas CRA’s estabelecidas não poderão apresentar estatísticas de longo prazo de medição de desempenho exigidas para registro, impedindo a entrada desses novos concorrentes no mercado. Portanto, como afirmou a diretora de gerenciamento de grupo da Fitch Ratings, Nancy Stroker, independentemente da permanência, ou não, do sistema NRSRO, ou da adoção de um sistema de registro distinto, é

necessário que haja padrões claros e objetivos para avaliar a confiabilidade das classificações de uma agência. Assim, qualquer abordagem regulatória ou legislativa deve fornecer um esquema de supervisão especificamente desenvolvido especificamente para as agências de classificação.

4.5 2006

O ano de 2006 representou um marco para a regulação das agências de classificação de crédito. Após emendar o projeto de lei discutido no ano anterior, o senado norte-americano sancionou o Credit Rating Agency Reform Act, com o objetivo de superar as barreiras à entrada criadas pelo atual sistema regulatório. Tal mudança direcionou os debates acerca da garantia, por parte da lei, de uma maior competência para a SEC, que lhe garantisse supervisionar as CRA's garantindo maior concorrência e transparência na indústria de rating. Portanto, a lei promulgada neste ano, seria um passo adiante para aumentar a concorrência e promover maior confiabilidade às agências e suas classificações por parte do mercado. Tal lei demonstrava que governo norte-americano compreendia, de fato, a importância das CRA's e a necessidade de se criar uma regulação mais robusta.

Na esteira das discussões em torno da necessidade de uma maior concorrência na indústria de classificação de crédito, em março de 2006, o Congresso convocou uma nova audiência para avaliar o processo de supervisão e as operações das CRA's. A principal linha de discussão girou em torno da competência da SEC em supervisionar a atuação das agências de classificação e, conseqüentemente, da necessidade de existência do sistema NRSRO. Criticada por não realizar inspeções periódicas acerca das atividades das agências nacionalmente reconhecidas, debateu-se a necessidade de se aumentar o escopo e a capacidade da SEC para conseguir supervisioná-las. Por outro lado, diversos atores do sistema financeiro, assim como especialistas da área, questionaram sobre a necessidade de se existir a categoria NRSRO, sendo ela, nesta visão, a causa principal da concentração de mercado.

Dos participantes da audiência, uma parcela se mostrou favorável a mudanças na legislação com o intuito de promover uma reformulação do processo de designação da categoria de NRSRO. O objetivo seria o de esclarecer os critérios a fim de facilitar o reconhecimento de demais agências na indústria de classificação. Tal visão se pauta na interpretação de que o aumento da concorrência seria a melhor maneira de promover a integridade e confiabilidade das classificações de crédito. Paralelamente, haveria a necessidade de se delegar uma maior

responsabilidade e autoridade à SEC para que houvesse uma supervisão apropriada sobre o processo de designação das NRSRO's, garantindo a credibilidade e confiabilidade de suas classificações. Além disso, seria importante dar maior transparência e acesso aos investidores em relação às informações sobre as NRSRO's, oferecendo a eles uma oportunidade contínua de avaliar as classificações que eles produzem. Por último, quaisquer reformas no processo de classificação de crédito deveriam tornar as agências responsáveis por classificações emitidas em violação de seus próprios procedimentos e padrões divulgados.

Segundo Paul Schott, presidente do *Investment Company Institute*, uma maior concorrência, supervisão apropriada da SEC, maior transparência, e maior responsabilidade, seriam o principal foco para uma reforma na legislação da indústria de classificação de crédito. Em concordância com este argumento, Damon A. Silvers, conselheiro geral da *American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations*, assentando-se na ideia de que seu trabalho é protegido sob os auspícios da Primeira Emenda, “como um produto jornalístico”, as CRA's não estariam alinhadas com a realidade de que os investidores realmente confiam em seus serviços como uma ferramenta importante na verificação da legitimidade dos títulos de dívida. Desse modo, a menos que o Congresso expanda os poderes de supervisão da SEC e/ou obrigue as agências de classificação a submeterem-se à regulamentação involuntária ou à autorregulação voluntária, tal impasse entre as agências de classificação e a SEC provavelmente permaneceria. Portanto, a definição de NRSRO deveria ser revisada e a supervisão regulatória das agências de classificação de risco deveria ser atribuída à SEC, garantindo a ela autoridade para isso, devendo as CRA's estar sujeitas a revisão periódica da comissão.

Alternativamente, o professor Frank Partnoy novamente insistiu que a solução ideal para o problema da concorrência seria o de substituir o regime NRSRO por um baseado em medidas de mercado. Segundo ele, diariamente os mercados fornecem informações sobre os riscos de determinados valores mobiliários, e as próprias NRSRO utilizam desses mesmos parâmetros na determinação de classificações. Partnoy salientou a importância da adoção do *Credit Rating Agency Duopoly Relief Act (HR 2990)*, que aumentaria a concorrência e criaria incentivos para as empresas de classificação usarem medidas baseadas no mercado e/ou receberem comissões de investidores e não de emissores. Assim, a pressão da concorrência melhoraria muito a qualidade na indústria de classificação de crédito.

Em meio à intensa discussão sobre a necessidade de mudanças na legislação, e a preocupação do Congresso de que a SEC possivelmente não tivesse autoridade estatutária adequada para supervisionar a indústria das agências de classificação de crédito, o senador

Michael Fitzpatrick introduziu de fato, em junho de 2006, o *chamado Credit Rating Agency Duopoly Relief Act (H.R. 2990)*. A partir disso, o Congresso iniciou o processo de considerar a legislação em questão, para regulamentar o registro de agências de classificação de crédito. Já em agosto de 2006, o Comitê do Senado considerou uma emenda proposta pelos senadores Shelby e Sarbanes que revisaram o texto base. A emenda fez basicamente duas mudanças. Primeiramente, assegurou que a SEC não regulasse as metodologias de classificação usadas na determinação dos *ratings*. Em segundo lugar, esclareceu que as CRA's que se registram sob o projeto de lei não renunciariam, de forma alguma, a qualquer direito, privilégio ou defesa que tais agências de classificação possam ter sob as leis estaduais ou federais. Por fim, o Comitê relatou a lei, como emendada, e enviou para o Senado para consideração.

Em setembro de 2006, no final deste processo legislativo, foi aprovado e sancionado o *Credit Rating Agency Reform Act (S. 3850)*, ou PL 109-291. Assumindo que as agências de classificação de crédito são de “importância nacional”, três pontos importantes merecem ser ressaltados: que a supervisão das CRA's atende ao interesse da proteção do investidor; as duas maiores agências atendem à grande maioria do mercado e a concorrência adicional é de interesse público; e por fim, a Comissão indica que é necessário poder estatutário para supervisionar a indústria de notação de crédito. Pautado nestes três pontos principais, a lei tem como objetivo melhorar a qualidade das classificações para proteger investidores e promover prestação de contas, transparência e concorrência no setor de agências de classificação de crédito. Dentre seus principais pontos estão mudanças no processo de designação de uma agência como NRSRO. Primeiramente, ela procura aumentar o número de NRSROs, com o objetivo de aumentar a concorrência no setor, codificando o processo de designação. Embora a SEC historicamente tenha designado as NRSRO através do processo de *no-letter action*, até então, a SEC não havia publicado regras formais relativas à designação da NRSRO ou seus critérios de avaliação.

Além das mudanças no processo de designação das NRSRO's, a lei também exige que a SEC conduza processos normativos com relação à adoção, por parte das agências nacionalmente reconhecidas, de políticas e procedimentos específicos para evitar o uso indevido de informações materiais não-públicas, e sobre o gerenciamento de possíveis conflitos interesse relacionados, por exemplo, a remuneração recebida por NRSRO's de emissores e a prestação de serviços de consultoria ou outros serviços por NRSRO's. Além disso, a Lei exige que a SEC emita regras finais para proibir atos que a SEC, após um processo de elaboração de regras, considere “injustos, coercitivos ou abusivos”, dentre eles: condicionar ou ameaçar

condicionar a emissão de uma classificação de crédito na compra pelo devedor ou por uma afiliada de outros serviços ou produtos; reduzir ou ameaçar reduzir uma classificação de crédito ou recusar a cotação de valores mobiliários ou instrumentos do mercado monetário emitidos por um conjunto de ativos ou como parte de qualquer transação lastreada em ativos ou hipoteca; e modificar ou ameaçar modificar um *rating* de crédito ou de outra forma desviar de seus procedimentos sistemáticos e metodologias adotados na determinação das classificações de crédito, com base no fato de o devedor ou afiliado do devedor comprar ou comprar o *rating* de crédito ou qualquer outro serviço ou produto da organização de notação estatística nacionalmente reconhecida ou de qualquer pessoa associada a essa organização.

Portanto, a SEC recebe a autoridade de cancelar o registro de uma NRSRO, caso não cumpra com as referidas normas. Por outro lado, a lei só se aplica a agências de classificação que optem voluntariamente por buscar a designação NRSRO. Ela não fornece nenhuma autoridade de supervisão da SEC em relação a agências de classificação não-registradas. Assim, as CRA's que optarem por se registrar como NRSRO's, devem divulgar informações essenciais como o desempenho de classificação, conflitos de interesse e os procedimentos usados na determinação de classificações. As estatísticas de desempenho de classificação seriam atualizadas anualmente. Segundo, a lei, essas informações facilitariam as decisões informadas, dando aos investidores a oportunidade de comparar a qualidade das classificações das diferentes empresas

Além disso, enquanto a Lei determina um processo de registro específico e concede à autoridade da SEC a emissão de certas regras de supervisão para aqueles que se registrem, ela não impõe, ou autoriza, a regulamentação substantiva do processo de classificação de crédito das NRSRO's. Dito de outro modo, a Lei não autoriza a SEC a “adivinhar” opiniões particulares de *rating*, ou mesmo, as metodologias e procedimentos usados pelas agências registradas. Ela também, não fornece às partes privadas quaisquer novos direitos com relação às NRSRO's registradas. A Lei contém, por exemplo, cláusulas como a “*No waiver of rights, privileges, or defenses*” e a “*No private right of action*”, tornando claro que o registro sob a Lei não constituirá uma diminuição ou renúncia por uma agência de *rating* de quaisquer direitos que de outra forma tenham, sob lei estadual ou federal. Isso se remete a decisões dos tribunais, ao longo dos anos, que sustentaram a posição de que as CRA's, como editores financeiros, têm direito às proteções da Primeira Emenda com relação às suas opiniões de *rating*. Portanto, esses tribunais as isolaram da responsabilidade por suas classificações, a menos que as publicações sejam feitas com “conhecimento de falsidade” ou “negligência imprudente com a verdade”.

Em suma, o intuito da lei em questão seria o de substituir as barreiras artificiais à entrada criadas pelo atual sistema de aprovação da equipe da SEC, por um sistema de registro transparente e voluntário que não favorece nenhum modelo de negócios específico. Desse modo, o Comitê acreditava que a eliminação da barreira artificial à entrada potencialmente aumentaria a concorrência, proporcionando aos investidores mais escolhas, classificações de qualidade mais altas e custos mais baixos. De outra forma, a lei implicaria em uma nova supervisão da SEC para reger as NRSRO's, mesmo que essa supervisão não implicasse em uma regulamentação substantiva do processo de classificação de crédito.

4.6 2007

Neste ano, as expectativas de adotar as regras promulgadas pela CRARA de 2006 sofreram um forte constrangimento. A deflagração da Crise do Subprime impactou diretamente nos rumos das discussões acerca das regulações da indústria de classificação de crédito. As audiências do Congresso agora se voltaram, principalmente, para o papel e os impactos das CRA's e suas classificações, para o desenvolvimento da crise. Analisando a atuação das agências no mercado financeiro estruturado, discutiu-se a capacidade da SEC em conseguir policiá-las. Desse modo, foi discutido a necessidade de se aprimorar as regras estabelecidas pela lei de 2006 e estendê-las ao setor de produtos estruturados, agora identificados como primordiais para a deflagração da crise. Portanto, surgiram novos questionamentos relativos à capacidade de se regular o segmento de produtos estruturados, e sobre a forma de incluí-los na mudança regulatória.

Na tentativa de agir com prontidão, já em fevereiro 2007, visando adotar as regras para implementar as disposições da lei promulgada em setembro de 2006, a SEC votou a proposta de novas regras e formulários para cumprir o mandato estatutário de estabelecer um novo regime regulatório para as NRSRO's. Incorporando muitas das disposições propostas e, ao mesmo tempo, incluindo revisões significativas, a SEC efetivou a implementação de diversas diretrizes acerca de regras de registro, manutenção de registros, relatórios financeiros e supervisão em relação às agências de classificação de crédito registradas em junho de 2007³³.

Ao mesmo tempo que a SEC e o Congresso norte-americano tentavam estabelecer critérios para uma regulação mais concreta sobre as agências de classificação de crédito, o ano de 2007 foi marcado pela deflagração da chamada Crise do *Subprime*. Como descrevi

³³ Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55857.pdf>. Acesso em: 22 de Nov. de 2018.

anteriormente, a crise iniciou-se nos EUA e, posteriormente, se expandiu por todo mundo tornando-se uma crise sistêmica e de proporções desastrosas. A participação das CRA's no seu desenvolvimento foi amplamente debatida, sendo tais agências diretamente apontadas como atores fundamentais para sua expansão e de seus efeitos deletérios.

À esteira dessas críticas, o Congresso norte-americano passou a analisar e avaliar o papel e os impactos da atuação dessas agências durante a crise. Na audiência intitulada “*The role and impact of credit rating agencies on the subprime credit markets*”, o Congresso ressaltou a importância das CRA's e sua relação com a confiança dos investidores no sistema financeiro. Segundo a argumentação, os crescentes rebaixamentos feitos por essas agências em um curto período de tempo, afetou a confiança dos agentes financeiros em relação a credibilidade das suas classificações. Além disso, sua participação na criação dos chamados “produtos estruturados”, inovações financeiras de alta complexidade que foram fundamentais na disseminação de ativos “tóxicos” durante a crise, escancararam os problemas relativos aos conflitos de interesse e da oligopolização da indústria do *rating*. Consequentemente, esses fatores foram responsáveis por fortalecer a dependência excessiva do mercado financeiro em relação às agências de classificação de crédito.

Paralelamente, uma questão continuou a ser debatida: a existência de autoridade, por parte da Comissão, para exercer uma supervisão concreta das agências de classificação de crédito. Com o desenvolvimento de novos produtos financeiros, cada vez mais complexos e estruturados, foi questionada a capacidade da Comissão de acompanhar esses desenvolvimentos e conseguir supervisionar tanto esses produtos, quanto a atuação das agências. Segundo o presidente da SEC, Christopher D. Cox, a lei promulgada em 2006 concedeu à Comissão ampla autoridade para examinar os registros de uma NRSRO e, ao mesmo tempo, a SEC estaria colocando em vigor, desde a promulgação da lei, regras relativas a conflitos de interesses e regras que proíbem práticas injustas, coercivas e/ou abusivas. Ao mesmo tempo, ele salientou que a autoridade da comissão não se estenderia à regulamentação substancial das classificações de crédito, ou dos procedimentos e metodologias que uma agência de classificação usa para determinar suas classificações de crédito. O foco da legislação estaria na responsabilidade da SEC de promover a concorrência no setor das classificações de risco e de policiar as suas atividades.

De modo distinto, o professor Lawrence White apontou que não se poderia subestimar o papel da designação NRSRO, e seus impactos no sistema financeiro. Segundo ele, as instituições financeiras ainda seriam obrigadas a seguir os *ratings* emitidos pela NRSRO's para

decidir quais títulos eles podem, ou não, manter em suas carteiras. Em seu núcleo, os reguladores financeiros estariam delegando a terceiros, às NRSRO's, julgamentos sobre o que é, ou não, apropriado para as carteiras das instituições financeiras. Dado que as instituições financeiras são obrigadas a prestar atenção aos *ratings* das NRSRO's, os mercados de títulos, de um modo geral, deveriam prestar atenção a essas classificações mesmo que acreditem que elas não têm valor de fato. Portanto, apesar de reconhecer que a legislação seria um começo para limitar e regular a utilização das classificações emitidas pelas NRSRO's, ele sustenta que o ideal seria pôr fim à respectiva categoria.

Logo no dia seguinte, 27 de setembro, a Subcomissão de Mercado de Capitais, Seguros e Empresas Patrocinadas pelo Governo, promoveu outra audiência com o intuito de compreender melhor o papel das CRA's no mercado financeiro estruturado. Segundo o presidente da subcomissão, Paul Kanjorski, as agências de classificação expandiram seus serviços de avaliação para os produtos estruturados, os CDO's, para ajudar os investidores a reduzir sua complexidade. Desse modo, a aprovação das CRA's, através do grau de investimento, ajudou a dar credibilidade aos CDO's que tinham ativos categorizados como "lixo tóxico", no caso as hipotecas *subprime*. Segundo ele, fazendo isso, as agências de classificação adquiriram grandes somas de dinheiro dos emissores desses títulos. Conforme ele argumentou, nenhuma das partes, sejam os emissores, ou as agências de classificações, tinham algo a perder com os empacotamentos e reempacotamentos que deram origem a produtos de alta complexidade e alto risco. Foi ao investidor final que recaiu as dívidas e as perdas significativas do processo. Portanto, as CRA's foram peças importantes para criar e desenvolver esse mercado de produtos complexos, maquiando títulos de qualidade baixa em novos pacotes acima da média.

Frente a essa expansão de atuação por parte das principais agências de classificação, o Congresso viu a necessidade de revisar a lei de 2006 e melhorar os controles de qualidade adotados por dela. Ainda segundo Kanjorski, a possibilidade seria incluir maiores exigências de divulgação para agências de classificação como aquelas exigidas à auditores; a instituição de rotações em avaliadores como auditores; alteração dos métodos pelos quais os avaliadores recebem compensação; obrigar a divulgação simultânea de informações não-públicas a todos os avaliadores registrados pela Comissão; melhorar a transparência dos produtos de dívida subjacentes; e forçar um atraso na permissão de produtos complexos como CDO's chegarem ao mercado.

Seguindo o mesmo raciocínio, o senador Gary Ackerman apontou que as agências atribuíram classificações excessivamente favoráveis a muitos desses produtos, devido a uma oportunidade dupla de lucros. Primeiramente, elas lucraram ajudando os originadores de empréstimo a juntarem esses títulos obscuros e, em um segundo momento, cobraram taxas por deliberadamente avaliar esses produtos arriscados a um valor mais alto do que o valor deles. Segundo ele, isso se caracterizaria como uma fraude. De outro modo, apesar de haverem diversos argumentos de que as classificações atribuídas pelas principais CRA's não são os únicos fatores que os investidores usaram quando decidiram comprar ou não uma securitização, fica evidente que tais classificações de crédito tiveram um papel importante nas decisões de muitos investidores. Desse modo, o mais preocupante seria o conluio entre as CRA's e os originadores de empréstimos, conscientemente atribuindo classificações excessivamente favoráveis e, deliberadamente, manipulando o mercado para obter seu próprio lucro. Portanto, caberia ao governo federal proteger a integridade dos mercados através de uma regulação mais ativa.

De outro modo, em seu depoimento, o senhor H. Sean Mathis, diretor e representante da Miller Mathis & Co., LLC, apontou que o verdadeiro culpado desse problema seria o próprio sistema NRSRO. Segundo ele, em uma era de engenharia financeira em que produtos complexos e opacos superaram a capacidade dos reguladores de compreendê-los ou controlá-los, havia sido a falha em supervisionar adequadamente as CRA's que derrubaram os mercados financeiros. As falhas do sistema de classificação NRSRO em estabelecer as práticas e os limites para a atuação das agências de classificação, que nunca haviam sido explicitados no modelo regulatório das agências de classificação, foi crucial para que elas expandissem suas avaliações a outros instrumentos. Como consequência, era apenas uma questão de tempo para que elas o fizessem. Além disso, a falta de responsabilização das agências de classificação de risco e suas avaliações, as libertou das regulações de comportamento e julgamento que essa responsabilidade tenderia a conferir.

Portanto, seria fundamental que o Congresso corrigisse os problemas e inadequações presentes no sistema NRSRO. Primeiramente, traçando uma linha entre os títulos elegíveis para designação de grau de investimento das NRSRO's, e aqueles que ainda seriam muito novos e complexos para serem modelados apropriadamente. De outro modo, seria imprescindível atribuir as agências a questão da responsabilidade, sendo elas aptas a responder pelas suas ações e más condutas. Como aponta Mathis, as classificações são um fator-chave para os excessos na extensão do crédito em diversos segmentos do mercado financeiro. Logo, uma vez que sistema

norte-americano de garantia da adequação de capital das instituições financeiras é fortemente orientado pelos *ratings*, as falhas na atribuição das classificações afetariam o próprio alicerce dos mercados financeiros.

Continuando sua crítica, Mathis salientou que a designação NRSRO forneceu a algumas agências de classificação de risco uma enorme autoridade, estabelecendo-as como guardiões *de facto* do universo de investimentos. Além disso, sem qualquer tipo de definição regulamentar ou legal de grau de investimento, as agências de classificação estariam livres para aplicar esse grau à vontade, sem se preocupar com a responsabilidade pelas suas classificações. O resultado foi que a estrutura de classificação de investimento foi esticada para além de sua concepção inicial para cobrir usos em instrumentos que eram exatamente o oposto do que foi planejado. Ainda segundo ele, a Lei de Reforma das Agências de Classificação de Crédito de 2006, institucionalizou grande parte da atual atividade das agências de classificação, porém, deixou as empresas livres para fazer o que são pagas para fazer, emitir avaliações, sem nenhum grau de limitação substancial. Portanto, seria de suma importância que o Congresso abordasse questões relativas à supervisão regulatória e das agências de classificação; discutir sobre a aplicabilidade das classificações NRSRO; os conflitos de interesse motivados por compensações e a questão da transparência e prestação de contas.

4.7 2008

Após os desdobramentos da crise, em 2008, os esforços do governo norte-americano se voltaram para analisar os fatores que contribuíram para sua deflagração, principalmente, o papel das agências de classificação de crédito no crescimento da incerteza no mercado de crédito norte-americano. Os principais fatores apontados para a participação das CRA's na crise de 2007, foram a excessiva dependência das classificações de crédito por parte dos investidores, e a inserção das classificações no sistema regulatória norte-americano. Isso suscitou um intenso debate acerca da eficácia da lei de 2006 em assegurar à SEC autoridade suficiente para regular as agências. Consequentemente, questões relacionadas a conflitos de interesses por parte das agências, foram intensamente debatidos e apontados como alvo de mudanças regulatórias futuras.

Na sequência dos eventos ocorridos em 2007 nos Estados Unidos, em março de 2008, o *President's Working Group on Financial Markets* (PWG) prontamente realizou uma análise minuciosa dos fatores que contribuíram para os acontecimentos recentes no mercado financeiro

norte-americano. O grupo conduziu análises para identificar as fraquezas nos mercados globais, instituições e políticas regulatórias que desencadearam, amplificaram, ou não mitigaram, a crise. Pautado nessa análise, o PWG desenvolveu um conjunto abrangente de recomendações para abordar as deficiências e fazer recomendações acerca de mudanças no sistema financeiro que pudesse evitar novos eventos como esse.

Em relação à participação das agências de classificação na crise do *subprime*, a excessiva dependência dos investidores dos *ratings* de crédito contribuiu para a sua complacência sobre os riscos que eles estavam assumindo em busca de retornos mais altos. Além disso, os pressupostos incorretos subjacentes às metodologias de *rating*, e as reavaliações das agências de classificação de risco, levaram a um número significativo de rebaixamentos de produtos estruturados. Partindo dessa análise, o grupo de trabalho do Presidente formulou diversas recomendações procurando evitar exacerbar as pressões atuais sobre os mercados e as instituições.

Em relação às CRA's, recomendou-se reformar os processos das agências de notação de crédito e produtos de crédito estruturados para garantir integridade e transparência. Tais recomendações incluíram que: as CRA's deveriam divulgar as análises qualitativas que realizavam sobre os originadores de ativos; elas deveriam reformar seus processos de classificação de produtos de crédito estruturados para garantir integridade e transparência; fazer alterações no processo de classificação de crédito que diferenciam claramente as classificações de produtos estruturados das classificações de títulos corporativos e municipais; entre outras. De outro modo, agências membros do PWG reforçariam medidas tomadas pelas CRAs através de revisões da política e regulamentação de supervisão, incluindo requisitos de capital regulatório que usam classificações; e por fim, o grupo revisaria a necessidade de mudanças na supervisão das CRA's, se as próprias agências não fossem suficientes para garantir a integridade e a transparência das classificações.

Já em abril do mesmo ano, novamente o Congresso convocou uma audiência para avaliar o papel das agências de classificação de crédito no crescimento da incerteza nos mercados de crédito norte-americanos. Argumentou-se que houve um rebaixamento maciço de títulos garantidos por hipotecas residenciais dentro dos Estados Unidos, sendo que, desde julho de 2007, rebaixaram-se ou colocaram em revisão um total de 38.000 títulos *subprime*. Somente a Moody's e a S&P combinadas, rebaixaram mais de 9.500 desses títulos desde 2005. Tais rebaixamentos significaram que, com uma mera decisão e o golpe de uma caneta, novamente, os ativos antes vistos como seguros e lucrativos eram, de repente, algo totalmente o contrário.

Segundo o presidente da comissão do Senado, Christopher J. Dodd, os rebaixamentos sumários levantaram sérias questões relativas ao papel, função e desempenho das CRA's. Teriam sido tais agências excessivamente otimistas para obter mais negócios? Foram analisados suficientemente os dados fornecidos pelos clientes antes de emitirem os *ratings*? Foram gerenciados adequadamente conflitos de interesses reais ou percebidos com clientes que pagam por serviços de classificação e/ou consultoria? E, por último, em 2006, o Congresso deu à SEC a autoridade de "proibir ou exigir o gerenciamento e a divulgação de quaisquer conflitos de interesse". A SEC usou essa autoridade com eficácia? Ela poderia ou deveria fazer mais?

Na sua declaração de abertura, o senador Robert Menendez pontuou que apesar das CRA's não terem sido causa direta da Crise do *Subprime*, elas teriam sido um elo fundamental na cadeia de securitização, tendo participação na perpetuação de um processo hipotecário duvidoso. Ele ainda apontou que em diversos momentos as agências praticavam papéis conflitantes de árbitro e treinador, ou seja, ao mesmo tempo que deveriam avaliar, elas criavam novas formas de burlar o sistema.

Em resposta ao questionamento sobre a eficácia e a extensão da autoridade da SEC em supervisionar a indústria da classificação de crédito, seu presidente, Christopher Cox, argumentou que antes da Lei das Agências de Rating (2006), as agências de classificação de crédito eram essencialmente não regulamentadas pelo Governo Federal. Consequentemente, a SEC não tinha autoridade para estabelecer regras que governassem seus negócios ou submetê-las a análises como NRSRO's. Com a aprovação da lei, a Comissão tornou-se seu regulador dedicando novos recursos consideráveis a essa responsabilidade. Alinhando-se aos próprios objetivos da lei de 2006, a SEC promoveu regras com o intuito de fomentar a prestação de contas, aumentar a transparência, e incentivar a concorrência na indústria de agências de classificação de crédito. Além disso, Cox salientou o compromisso da SEC em reconsiderar a ampla dependência das classificações de crédito na própria legislação norte-americana. Desse modo, limitar o uso de classificações de crédito para fins de conformidade regulatória poderia encorajar os investidores no mercado como um todo a usar classificações por seu valor informativo, em vez de simplesmente satisfazer um requisito regulatório. Tal mudança, poderia induzir uma maior concorrência entre as agências de classificação para produzir as classificações mais confiáveis e de melhor qualidade.

No debate acerca da autoridade estatutária da SEC, o comitê do Senado questionou sobre a necessidade de aumentar o escopo das funções e da autoridade da Comissão. Na visão de Cox, a autoridade garantida pela nova legislação, principalmente pela Lei de 2006, seria o

suficiente para que a SEC conduzisse uma regulação mais agressiva sobre as agências de classificação, tendo até mesmo, a autoridade de revogar o registro de uma NRSRO. Porém, ainda segundo Cox, essa autoridade não seria suficiente e apropriada se fosse usada para sancionar alguém por errar a classificação, mas sim, por violar qualquer uma das regras ou disposições da lei. O objetivo não seria o regular a substância das classificações, mas suas atuações. Por fim, questionado em relação à falta de responsabilidade e do oligopólio da indústria da classificação, Cox afirmou que com a legislação em vigor, e as medidas que estariam sendo praticadas pela SEC, ter-se-ia um mercado muito mais competitivo, não tão oligopolista, o que já vinha ocorrendo, na sua visão.

Em Julho do mesmo ano, a SEC produziu um relatório revisando o papel das três principais agências de classificação de crédito na recente turbulência nos mercados de títulos relacionados com hipotecas *subprime*. A análise da Comissão revelou que aspectos significativos do processo de classificação nem sempre foram divulgados. Políticas e procedimentos para a classificação de produtos estruturados poderiam ser melhor documentados. As CRA's nem sempre documentaram passos significativos no processo de *rating*, e nem de seus participantes significativos. Os processos de vigilância utilizados parecem ter sido menos robustos do que os processos utilizados para os *ratings* iniciais; identificou-se problemas na gestão de conflitos de interesses e quais melhorias poderiam ser feitas para evitá-los.

Já no fim de outubro, o senado convocou uma última audiência no ano a respeito das agências de classificação de crédito e sua contribuição para a crise financeira. A audiência focou, principalmente, em ouvir testemunhos de dois ex-executivos da S&P e da Moody's: Frank Raiter e Jerome Fons, respectivamente. Ambos apontaram que a demora e o baixo padrão das classificações estavam relacionados a conflitos de interesse inerentes ao modelo de negócios seguido por essas agências, à compra de classificações por parte dos emissores de títulos estruturados e à excessiva dependência dos investidores das classificações feitas por elas. Segundo eles, houve uma mudança no comportamento das agências que não mais estavam preocupadas em proteger os investidores, e sim, gerar classificações que respondessem às pressões advindas dos próprios emissores. Estes pagavam enormes quantias às empresas de classificação, não apenas por avaliações significativas de *rating*, mas em muitos casos, por serviços de consultoria para assessorar os emissores sobre como estruturar os títulos para obter o máximo de *ratings* AAA, um notório problema de conflito de interesses.

4.8 2009

Em 2009, a contribuição das agências de classificação para a crise financeira já estava bastante documentada. Praticamente todas as discussões deste ano apontavam uma negligência por parte das agências de classificação de crédito. A principal diferença no centro dessas discussões, foi o reconhecimento da excessiva dependência e confiança das classificações por parte dos investidores, assim como, de sua excessiva inserção nas regulações norte-americanas. O resultado dessas constatações resultou na necessidade de se pensar indicadores alternativos de risco que pudessem reduzir tal dependência. De outro modo, surgiram debates acerca da eliminação de referências às classificações de crédito das regulações nacionais, e que, posteriormente, se refletiriam em mudanças na legislação. Portanto, iniciaram-se os procedimentos para novas mudanças na legislação, que garantissem a redução da dependência das classificações de crédito, algo que ainda não havia sido debatido.

Na audiência convocada pelo Congresso em maio do mesmo ano, o presidente do comitê Paul Kanjorski avaliou que no contexto da crise do *subprime*, na melhor das hipóteses, a avaliação dos pacotes tóxicos de hipotecas securitizadas e transações financeiras estruturadas complexas foram excessivamente otimistas. No pior das hipóteses, as agências de classificação foram imensamente negligentes. Desse modo, o objetivo de tal audiência seria focar na melhoria da regulação das CRA's, buscando maneiras de aprimorar as questões de responsabilidade, transparência, precisão das classificações de crédito e vigilância. Outro problema apontado pelos senadores, foi a existência de centenas de estatutos e regulamentos, federais e estaduais, com requisitos específicos que determinam certos graus das classificações das agências aprovadas, fornecendo um selo de aprovação aos investidores, o que reforçaria a crença de que qualquer investimento que alcance tal grau seria um investimento seguro. Segundo o senador Scott Garrett, a SEC estaria se movendo para resolver tais problemas propondo novas regras na tentativa de reduzir a dependência dos *ratings* das NRSRO's.

Além desses problemas, a necessidade de aumento da concorrência também foi um ponto considerado importante nas discussões. Segundo a comissão, apesar da lei de 2006 ter feito diversas melhorias significativas no processo de promover o aumento da concorrência, da transparência e da responsabilidade, seus impactos ainda não teriam sido tão efetivos devido à erupção da crise de 2007. Segundo o Comitê, à medida que as propostas de reforma regulatória avançam, deveria considerar-se a remoção das leis, regulamentos e programas federais de todas as referências que exigem confiança nas classificações. No mínimo, uma mudança de

organizações de classificação estatística “nacionalmente reconhecidas” para “nacionalmente registradas”, seria importante para reduzir ainda mais a aparência de um “selo” de aprovação do governo. Outra alternativa, citada pelo senador Garrett, seria a utilização dos derivativos de swap de crédito como um indicador preciso do risco de crédito, até mais do que os *ratings* de crédito. Isso reduziria a dependência existente das classificações de crédito como indicativo de risco mais “confiável”.

A confiança excessiva do governo federal nas agências de classificação de risco, assim como sua inserção nas regulações federais, aumentou a percepção do mercado de que essas classificações são, de alguma forma, mais do que meras opiniões, sendo consideradas os melhores indicadores de risco. Além disso, a proteção da Primeira Emenda garantiria às CRA’s uma blindagem em relação à responsabilidade pelas suas classificações. A necessidade de ampliar a questão da responsabilidade às agências, exigiria uma discussão mais profunda sobre os limites da Primeira Emenda³⁴, e as suas diferenças para com os profissionais da contabilidade, que não estariam protegidos sob o auspício de tal emenda. Logo, a questão estaria em reduzir a aprovação governamental consubstanciada pela categoria NRSRO, e o atrelamento das classificações às regulações federais. As agências poderiam continuar sobre a proteção da primeira emenda, porém, deveriam fazê-lo sem utilizar-se da licença de organizações de classificação estatística nacionalmente reconhecidas.

A necessidade de aprimorar a regulação das agências de classificação ressaltadas na audiência de maio, resultou em outra, agora com foco em examinar propostas que pudessem avançar nesse quesito. Em agosto, o Senado se reuniu em torno dessa pauta, assumindo que o excessivo status regulatório especial concedido pelo governo a um número limitado de agências de classificação, protegeu-as de potenciais concorrentes. Novamente, a designação de NRSRO e sua capacidade de gerar um excesso de confiança nas classificações de crédito, foi indicada como a causa da má qualidade e da inadequação das atualizações das classificações. Incentivando a dependência de um pequeno número de grandes agências de classificação de crédito, a SEC havia exposto o sistema econômico a um enorme risco.

A aprovação da Lei de Reforma da Agência de Classificação de Crédito de 2006, estabeleceu padrões claros para o processo de aplicação da NRSRO, assim como deu à SEC autoridade para regulamentar divulgações e conflitos de interesse, bem como práticas abusivas

³⁴Sobre os limites da Dood-Frank Act e a os impactos da Primeira Emenda, ver: Deats (2010); Harper (2011); Hill (2011); Soroushian (2016).

e abusivas. Apesar dos avanços e do aumento da concorrência, consequência da lei de 2006, seu pouco tempo de vigência foi insuficiente para criar mudanças mais substantivas. Portanto, segundo o Congresso, haveria a necessidade de uma nova proposta legislativa da administração e novas medidas para revisitar a regulamentação das agências de notação de crédito. O plano concentraria em uma série de medidas adicionais em três áreas principais: transparência, redução de compras de classificação e resolução de conflitos de interesse. Reconheceu-se ainda o problema do excesso de confiança e a exigência da redução do uso de classificações sempre que possível.

No que diz respeito à transparência, o foco deveria ser no próprio processo de classificação feito pelas agências, bem como requisitos de divulgação mais fortes nos mercados de securitização. De outro modo, o uso de um sistema de classificação idêntico entre títulos corporativos tradicionais e produtos financeiros estruturados, permitiu que os investidores usassem seus padrões existentes com relação aos *ratings*, e permitiram que os reguladores usassem as diretrizes existentes sem a necessidade de considerar os diferentes riscos representados por produtos estruturados e não estruturados. Desse modo, seria importante exigir que as agências de classificação usassem símbolos de classificação que distintos entre produtos financeiros estruturados e não-estruturados.

O segundo ponto, em relação à avaliação de compras dos *ratings*, um emissor poderia tentar “comprar” classificações, solicitando classificações preliminares de várias agências, recrutando a agência que fornecesse a mais alta. Para evitar isso, a legislação deveria exigir que um emissor divulgasse todos os *ratings* preliminares que recebera de diferentes agências de classificação de risco, de modo que os investidores pudessem saber quanto o emissor tinha comprado, e se sua classificação final excedia uma dessas classificações preliminares. Isso deveria ajudar a impedir a especulação e a compra de classificações. Além disso, o Congresso estaria apoiando uma regra proposta da SEC exigindo que os emissores fornecessem os mesmos dados a todas as outras agências de classificação de risco, sem exceções, permitindo que essas agências fornecessem análises independentes adicionais ao mercado e melhorassem a capacidade de concorrência no mercado de forma benéfica e positiva.

Por último, no que diz respeito aos conflitos de interesses, haveria a necessidade de proibir as agências de classificação de fornecer serviços de consultoria aos emissores que elas também avaliam. De outra forma, cada agência de *rating* seria obrigada a divulgar as taxas que estão sendo pagas por uma classificação específica, bem como as taxas totais pagas à agência de *rating* pelo emissor nos últimos 2 anos. Nesse processo, seria necessário fortalecer e

construir uma maior supervisão por parte da SEC com um escritório focado em conformidade, e uma exigência de que a SEC avaliasse o cumprimento das agências de classificação de suas próprias regras e de suas próprias metodologias. Segundo o congresso, isso restauraria a confiança dos mercados e a integridade do sistema financeiro, além de limitar a atuação das agências de classificação.

Segundo o Professor Lawrence White, uma regulamentação reforçada das agências de classificação, possivelmente, desestimularia a entrada novas agências, tornando rígida uma série específica de estruturas e procedimentos, além de desencorajar a inovação em novas formas de coletar e avaliar informações, novas tecnologias e metodologias, novos modelos, incluindo novos modelos de negócios. Como salienta o professor, seria importante reconhecer a centralidade das três principais agências de classificação de risco imposta pela regulamentação financeira prudencial de bancos e outras instituições financeiras, assim como, o próprio sistema NRSRO. Uma alternativa apontada por ele ao excesso de regulação, seria eliminar a confiança regulatória nas classificações, sua força de lei, e trazer as forças do mercado para suportá-la.

Os requisitos regulatórios que regem as instituições financeiras, dentre elas as CRA's, e que mantêm os portfólios de títulos seguros, deveriam permanecer em vigor. O problema é que de um lado, existem regulamentos que salientam a necessidade de se prestar atenção às avaliações e, por outro lado, existe um tipo de isenção de responsabilidade. Desse modo, o ônus deveria ser colocado diretamente nas instituições reguladas, a fim de demonstrar e justificar aos seus reguladores que seus portfólios de títulos são seguros e apropriados, seja fazendo pesquisas próprias, ou confiando em consultores terceirizados, dentre eles as agências de *rating* estabelecidas, ou novas empresas que nenhum de nós descobriu ainda, mas quem poderiam surgir neste ambiente mais aberto.

Continuando sua investigação sobre as CRA's e seu impacto no colapso financeiro de 2007, e em possíveis outras crises, o Congresso chamou para testemunhar dois ex-funcionários da Moody's: Ilya Eric Kolchinsky, ex-diretor de gestão; e Scott McCleskey, ex-vice-presidente sênior. Ambos teriam notado e alertado a Moody's sobre práticas inadequadas e ilegais. Segundo o Sr. Kolchinsky, ele teria feito um memorando escrito para seus superiores da Moody's detalhando alegações muito sérias sobre as práticas de classificação da agência. Isso indicaria, segundo o comitê do Senado, um comportamento preocupante na indústria de classificação de crédito. Ainda de acordo com Kolchinsky, a Moody's continuaria usando modelos imprecisos e desatualizados, tendo problemas relativos a conflitos de interesse e

continuariam a avaliar títulos novos com poucos dados históricos que ninguém realmente entende.

Segundo o ex-diretor de gestão, existiriam diversos problemas que levavam a um fraco desempenho das classificações de crédito. O primeiro seria os conflitos de interesse que afetariam toda a indústria de classificação, permanecendo sem gerenciamento. A alta administração da Moody's ainda favoreceria a geração de receita em detrimento da qualidade dos *ratings*, e estaria disposta a dispensar ou silenciar os funcionários que discordassem dessas políticas não escritas. O segundo problema estaria na falta de independência do chamado *Credit Policy Group*³⁵. Além de poucos funcionários, os analistas do grupo seriam rotineiramente intimidados pelos gerentes de linha de negócios, e suas decisões, substituídas em nome da geração de receita. Um terceiro problema seria o de metodologias inadequadas que não refletiriam realisticamente os créditos subjacentes. Os modelos de classificação seriam reunidos de forma aleatória e não validados se isso comprometer as receitas. Por último, ele aponta a falta de independência do *Compliance Group*³⁶. Segundo ele, o grupo seria insuficiente e de pouca experiência em conformidade profissional. Assim, em vez de garantir que o processo de classificação esteja livre de conflitos, esse grupo ficaria ocioso enquanto essas transgressões ocorrem.

Já o Sr. Scott McCleskey, cujo trabalho era garantir o cumprimento dos regulamentos da SEC e outros requisitos no Departamento de *Compliance*, apontou que a função de conformidade na Moody's ficou desprovida de independência e autoridade em alguns aspectos importantes. Segundo ele, a contratação de analistas de finanças estruturadas criava uma clara questão de conflito de interesses, uma vez que tais analistas poderiam julgar suas próprias práticas anteriores ao decidir se deveriam disciplinar amigos ou ex-colegas e, potencialmente, se futuros gerentes deveriam retornar às suas unidades de negócios anteriores. Em segundo lugar, McCleskey argumentou que cada vez mais foi excluído de reuniões de tomada de decisões sobre possíveis violações, sendo que ele era o designado responsável pela conformidade dos regulamentos impostos pela SEC.

Portanto, em meio aos depoimentos de ambos ex-funcionários da Moody's, o Congresso novamente salientou a necessidade de aprimorar a regulação sobre as agências de classificação. Um dos aspectos mais importantes seria o de políticas e regras de controle à fraude, maior

³⁵O Credit Policy Group é uma equipe de analistas cujo papel é garantir que as metodologias e procedimentos utilizados no processo de classificação sejam sólidos e atendam a padrões mínimos de crédito.

³⁶O Compliance Group é encarregado de fazer cumprir as leis e políticas internas.

transparência nos processos de classificação, e uma supervisão mais eficaz por parte da SEC. Segundo os dois ex-funcionários, acabar com a categoria NRSRO não seria a alternativa mais viável, pois seria esse o principal vínculo entre elas e o governo federal, o que permitiria e ele regulá-las mais de perto. De maneira oposta, novamente convidado pelo senado, o professor Lawrence White insistiu pelo fim da categoria NRSRO. Dado que essa alternativa poderia não ser viável devido ao avanço da legislação de 2006, outra solução seria reduzir a importância das classificações tanto nas regulações, quanto na visão do mercado financeiro.

No mesmo dia, outra audiência, agora perante o *Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises*, debateu sobre uma proposta de legislação, feita pelo Congresso, para melhorar a supervisão regulatória das CRA's. Segundo o presidente do comitê Kanjorski, a audiência em questão se pautava em um rascunho de discussão que visaria reformar e regular esses *gatekeepers* nos mercados. Ainda de acordo com Kanjorski, ele havia incorporado muitas provisões úteis de uma proposta promissora, divulgada pelo governo, para reformar a regulamentação das agências de classificação de crédito. Entre tais provisões, incluiria reformas destinadas a melhorar a supervisão das agências de classificação pela SEC e exigências de novas divulgações sobre como os emissores pagam as agências de classificação.

Sob tais reformas, as agências de classificação permaneceriam independentes, de forma que a Comissão não opinaria sobre os métodos utilizados para determinar os *ratings*, mas garantiria que as CRA's seguissem seus procedimentos internos. Essas mudanças exigiriam adicionalmente novas obrigações para os responsáveis pela conformidade em cada agência de classificação de monitorar e gerenciar os muitos conflitos de interesse inerentes a essa indústria. Em relação à responsabilização das agências de classificação, o objetivo seria promover a prestação de contas nas classificações de crédito por meio da ameaça de responsabilidade. Sobre os conflitos de interesse, a intenção era responsabilizar as agências de classificação pelas avaliações de cada uma delas por meio da responsabilidade coletiva.

Outra preocupação apontada pelo senador Garrett, estaria relacionada a acordos com as organizações nacionais de classificação estatística reconhecidas e sua remoção do estatuto. Tal preocupação se pautava em dois problemas fundamentais do sistema de classificação: o excesso de confiança nas notações e a falta de devida diligência dos investidores. Segundo Garrett, os investidores teriam se tornado cada vez mais dependentes, exclusivamente, do uso dessas classificações para determinar a segurança e solidez de qualquer investimento. De outro modo, em centenas de estatutos e regulamentos federais e estaduais, existem requisitos específicos que obrigam certas classes das agências aprovadas a cumprir essa exigência formal que fornece um

selo implícito de aprovação aos investidores. Portanto, quando um investidor vê que o governo está exigindo um grau específico para fazer um investimento seguro, ele reforça a crença de que qualquer investimento que obtenha tal grau é basicamente seguro. Já na visão do senador Royce, indicadores alternativos de risco deveriam suplantam o que antes era um oligopólio das NRSROs. Segundo ele, os spreads de swap de default de crédito já teriam sido usados como uma alternativa às classificações das CRA's.

De modo distinto, o senador Hensarling ressaltou que o projeto de lei que estava sendo debatido possuía algumas cláusulas que permitiriam a exposição de novos passivos, incluindo responsabilidade solidária pelas agências de classificação. Tais medidas aumentariam as barreiras à entrada no mercado de *rating* e dificultariam a competição. Um aumento nos processos regulatórios se tornaria uma barreira intransponível à concorrência. Segundo ele, aumentar a responsabilidade das agências não chegaria à raiz do problema que, especificamente, seria o selo de aprovação do governo por trás das agências de classificação de crédito. Os investidores assumem erroneamente que o selo de aprovação do governo significa classificações precisas. Desse modo, uma decisão importante seria essencialmente terminar com a designação da NRSRO.

Em resposta ao projeto de legislação debatido pelo Senado, e pelas preocupações apontadas na audiência, Daniel Gallagher, Diretor Co-agente da divisão de negociação e mercados da SEC, argumentou que a Lei de 2006 concedeu à Comissão autoridade suficiente para registrar as NRSRO's. Em 2009, após analisar a atuação das principais CRA's, a Comissão deu início à regulamentação para promover maior responsabilidade, fomentar a concorrência, diminuir o nível de confiança indevida nas NRSRO's, e capacitar os investidores para tomar decisões mais informadas. Segundo Gallagher, a Comissão adotou alterações às regras destinadas a criar um mecanismo para as NRSRO's não contratadas para classificar produtos financeiros estruturados para, não obstante, determinar e monitorar as classificações de crédito desses instrumentos. A Comissão também havia adotado uma exigência de que as NRSRO's deveriam divulgar as informações do histórico de *ratings* para todas classificações pendentes inicialmente determinados após junho de 2007. Tal requisito de divulgação havia sido criado para promover maior transparência nas classificações, qualidade e maior prestação de contas entre as NRSRO's.

Gallagher salientou que a Comissão publicou comentários sobre novos requisitos para as NRSRO's. A primeira proposta aumentaria a responsabilidade, ao exigir que as NRSRO's fornecessem à Comissão um relatório anual de conformidade descrevendo as ações tomadas

para garantir a conformidade com as leis de valores mobiliários. O objetivo desta proposta seria o de aumentar a responsabilização, reforçando a função de cumprimento das NRSRO's e alertar a Comissão para questões que possam necessitar de ser examinadas. A segunda proposta aumentaria as informações que as NRSRO's deveriam divulgar ao público sobre o conflito de ser pago pela determinação das classificações de crédito e outros serviços. Essas divulgações, que incluiriam um relatório anual consolidado, destinariam a fornecer aos investidores informações adicionais sobre a origem e a magnitude da receita, incluindo as receitas de serviços que não seriam de *rating* que uma NRSRO recebe de seus clientes. Na terceira proposta, a SEC também havia proposto a exigência de divulgação de classificações preliminares, bem como as finais, não utilizados por um emissor, para que os investidores fossem informados quando um emissor pudesse ter se envolvido em avaliações de compras.

Por fim, a Comissão também tomou medidas para eliminar as referências às notações de risco da NRSRO em algumas das suas regras e formulários. Isto foi concebido para responder às preocupações de que as referências às notações NRSRO e as regras da Comissão poderiam ter contribuído para uma confiança excessiva nessas classificações por parte dos participantes no mercado e a Comissão concluiu que a remoção de referências havia melhorado as regras ou não tiveram efeito sobre elas.

4.9 2010

A promulgação do Dodd-Frank Act representou um marco na regulação do mercado financeiro norte-americano. O governo já discutia o desempenho das agências de classificação de crédito desde a crise de 2007. Segundo o Congresso, a falta de fiscalização, e o fracasso do sistema regulatório em supervisionar as ações das agências, foram um dos principais fatores para que elas tivessem um papel preponderante no desenrolar da crise. O Dodd-Frank Act tinha como intuito introduzir reformas regulatórias que resultassem em melhorias nas regulamentações no que tange a responsabilização das agências e maior transparência na categoria NRSRO. Portanto, as audiências neste ano focaram-se em discussões relativas ao papel das agências e dos produtos estruturados na crise de 2007 e as mudanças estabelecidas pela nova lei, na tentativa de regular esses novos segmentos.

No início de 2010, o Congresso convocou a terceira audiência de uma série de audiências feitas pelo subcomitê cujo foco estava nas causas e consequências da crise financeira de 2008. Nas duas primeiras audiências, examinou-se como as instituições financeiras dos EUA

recorreram a estratégias de empréstimos de alto risco para obter lucros rápidos, despejando centenas de bilhões de dólares em hipotecas tóxicas no sistema financeiro. Esta terceira audiência concentrou-se no papel desempenhado pelas agências de classificação de crédito nesse processo. Segundo o senador Levin, durante muito tempo os investidores haviam confiado nas CRA's para orientá-los em direção a investimentos seguros. Porém, em 2007, essa confiança foi quebrada.

Uma investigação do Subcomitê havia concluído que essas agências de classificação de crédito permitiram que *Wall Street* influenciasse sua análise, independência e sua reputação de confiabilidade. E que elas haviam feito isso pelo dinheiro. Paralelamente, as CRA's estavam operando com um conflito de interesse inerente, porque as receitas que embolsavam vinham das empresas cujos títulos eles avaliavam. Essas agências asseguraram ao Congresso e aos investidores que eles poderiam "administrar" esse conflito, e que suas classificações eram independentes e rigorosas. Mas os documentos analisados pelo subcomitê mostravam uma história diferente. Levin apontou que, se algum evento isolado pudesse ser identificado como gatilho imediato da crise financeira de 2008, os rebaixamentos em massa feito pelas agências de crédito a partir de julho de 2007, seriam os principais. Tais rebaixamentos em massa atingiram os mercados como um martelo, deixando claro que as classificações de grau de investimento foram um erro colossal.

Frank Raiter, ex-diretor de gerenciamento do Grupo de Classificação de Hipoteca Residencial da S&P, afirmou que o fracasso das principais agências de classificação de risco de avaliar adequadamente os riscos associados a novos produtos financeiros foi resultado de vários fatores. O primeiro havia sido a falta de fiscalização das agências de classificação por parte SEC e pelos vários órgãos reguladores financeiros que elaboraram regulamentos que exigiam classificações. A falta de supervisão regulatória, resultou do fracasso dos reguladores em avaliar a posição singular que as CRA's assumiam nos mercados financeiros. Elas haviam recebido seu status preferencial por SEC, com a categoria NRSRO. Outros reguladores seguiram esse exemplo e incorporaram *ratings* em suas regras de investimento e capital. Não houveram supervisão regulatória nem foram estabelecidos padrões para medir o desempenho ou a qualidade das classificações.

O segundo e o terceiro fatores foram o impacto que essas decisões tiveram na gestão das CRA's e a desconexão entre os gerentes seniores e os gerentes analíticos responsáveis pela atribuição de *ratings*. A administração das agências de classificação de crédito passou a acreditar que as receitas e lucros crescentes que eles estavam desfrutando eram resultados de

habilidade e discernimento superiores de administração, e não o oligopólio que lhes eram concedidos pelos vários reguladores e as taxas de juros favoráveis do *Federal Reserve*. Este sucesso gerou complacência e uma aversão à mudança. Tal resistência à mudança havia sido a principal causa do fracasso dos *ratings* e da crise financeira final. Os gerentes analíticos foram motivados pelo desejo de criar e implementar as melhores análises e metodologias de risco possíveis. A gerência sênior, por outro lado, estava focada em receita, lucro e, por fim, em preço de ações. A administração queria aumentar as receitas e o lucro, enquanto os analistas queriam mais pessoal, dados e suporte de TI, o que aumentava as despesas e, obviamente, reduzia o lucro. No *Residential Mortgage Ratings Group*, como em todos os grupos de *rating* em operações estruturadas, os analistas eram responsáveis pela produção dos *ratings* e pelo desenvolvimento e manutenção dos seus critérios. Equilibrar essas duas missões foi uma questão importante no grupo de *ratings* residenciais, onde as receitas cresceram dez vezes entre 1995 e 2005, e os volumes de classificação cresceram cinco ou seis vezes sem aumentos similares de pessoal. A produção de classificação foi alcançada em detrimento da manutenção da qualidade dos critérios.

A condição final que contribuiu para o fracasso das agências de *rating* foi a separação do processo de classificação inicial da vigilância subsequente do desempenho dos *ratings*. Enquanto o processo de classificação utilizava modelos cada vez melhores, a vigilância operada seus próprios critérios. Na S & P, o gerente de vigilância se recusou a usar o modelo de classificação na revisão do desempenho dos títulos em aberto. De fato, a resistência a "re-avaliar" os laços com cada novo modelo veio da alta administração. A preocupação era que a "reclassificação" de negócios em aberto com novas informações aumentaria significativamente a volatilidade dos *ratings* e possivelmente resultaria em perda de receita. Em 2005, quando ajustes foram feitos no modelo, deveria ter sido intuitivamente óbvio que alguns títulos classificados em 2004, não forneceram a proteção necessária para suportar os *ratings* atribuídos.

Na visão de Eric Kolchinsky, ex-diretor de gerenciamento da equipe do Grupo de Produtos Derivativos Estruturados da Moody's, a causa da crise financeira estaria assentada, principalmente, nos incentivos desalinhados do sistema financeiro. Investidores em toda a cadeia financeira, do corretor de hipoteca ao emissor de CDO's, foram compensados com base na quantidade e não na qualidade. A mesma situação havia ocorrido nas agências de classificação. Segundo ele, os incentivos no mercado para serviços de agências de *rating* favoreceram e ainda favorecem o lucro de curto prazo em detrimento da qualidade de crédito e quantidade sobre a qualidade. Especificamente no caso da Moody's, a fonte desse conflito foi a

busca por participação de mercado. Gerentes de grupos de classificação eram esperados por seus supervisores para construir, ou pelo menos manter, participação de mercado. Foi um entendimento tácito de que a perda de participação de mercado causaria a perda do emprego do gerente.

Portanto, ficou novamente evidente que as principais agências de classificação de crédito possuíam, e continuaram possuindo, diversos problemas internos que foram responsáveis por impactar negativamente suas classificações. Segundo o testemunho de ambos ex-funcionários da S&P e da Moody's, as duas empresas passaram a focar cada vez no aumento dos seus lucros em detrimento da qualidade de suas classificações. De outra forma, ficou claro que o processo de classificação ainda possui inconsistências, ou mesmo, aspectos pouco transparentes, apesar das tentativas da SEC em aumentar a vigilância e a transparência.

Consequência dos debates ocorridos desde a promulgação da lei de reforma das agências de classificação de 2006, em julho de 2010, foi promulgado a *Public Law 111-203*, também conhecida como “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”, ou “*Financial Stability Act of 2010*”. Juntamente com outras reformas regulatórias introduzidas pela SEC, e outros reguladores nos EUA e na Europa, o *Dodd-Frank Act* tinha como o intuito alterar a estrutura dos mercados financeiros de maneira profunda. Sua tarefa crítica seria abordar a crescente propensão do setor financeiro para colocar todo o sistema em risco e, eventualmente, ser resgatado às custas do contribuinte, o famoso “*too-big-to-fail*”. Alguns objetivos gerais podem ser sistematizados: Identificar e regular o risco sistêmico; propor um fim para o *too-big-to-fail*; expandir a responsabilidade e autoridade do *Federal Reserve*; restringir intervenções regulatórias discricionárias; restabelecer uma forma limitada de *Glass-Steagall*; regular e dar mais transparência aos derivativos; e além disso, introduz uma série de reformas para práticas de empréstimos hipotecários, divulgação de *hedge funds*, resolução de conflitos em agências de *rating*, exigência de instituições securitizadoras para reter suficiente interesse em ativos subjacentes, controles de risco para fundos do mercado monetário e ações de acionistas sobre remuneração e governança (COOLEY et al, 2010).

No subtítulo C, “*Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies*”, o Congresso constatou que devido à importância sistêmica das notações de crédito e à confiança depositada nas suas classificações pelos investidores e reguladores financeiros, as atividades e desempenho das CRA's, incluindo as NRSRO's, são questões de interesse público nacional. Também se apontou que as agências de classificação desempenham um papel crítico de “*gatekeeper*”, justificando uma supervisão pública e de prestação de contas. De outro modo,

como as CRA's prestam serviços de avaliação e análise em nome dos clientes, suas atividades têm um carácter fundamentalmente comercial e devem estar sujeitas aos mesmos padrões de responsabilidade e supervisão que se aplica a auditores, analistas de valores mobiliários e banqueiros de investimento. Em atividades como assessoramento a estruturadores de produtos financeiros complexos sobre classificações potenciais de tais produtos, as agências de classificação de risco enfrentam conflitos de interesse que precisam ser cuidadosamente monitorados e que, portanto, devem ser tratados explicitamente na legislação para dar autoridade mais clara pela SEC. Por último, como demonstrado pela crise de 2007, as classificações de produtos financeiros estruturados mostraram-se imprecisas. Tal imprecisão teria contribuído para a má administração de riscos pelas instituições financeiras e investidores, impactando negativamente a saúde da economia nos Estados Unidos e em todo o mundo. Portanto, tal imprecisão exigiria maior responsabilização por parte das agências de notação de risco.

A lei de estabilidade financeira determinou diversos critérios a serem exercidos para se regular a indústria do *rating*. Estabeleceu-se critérios para a melhoria da regulamentação, da responsabilização e da transparência das NRSRO's. Primeiro, cada NRSRO deveria estabelecer, manter, fazer cumprir e documentar uma estrutura de controle interno eficaz que regesse a implementação e aderência a políticas, procedimentos e metodologias para determinar as classificações de crédito, apresentando à Comissão um relatório anual de controles internos. Segundo, em relação à suspensão ou revogação de uma classe particular de valores mobiliários, a Comissão poderia temporariamente suspender ou revogar permanentemente o registro NRSRO, se a Comissão constar que a NRSRO não possui recursos financeiros e gerenciais adequados para produzir consistentemente classificações de crédito com integridade. Terceiro, sobre a separação dos *ratings* de vendas e marketing, a Comissão emitiria regras para impedir que as considerações de vendas e marketing de uma NRSRO influenciassem sua produção de classificações. Quarto, a Comissão conduziria revisões periódicas das políticas estabelecidas nesta lei sua a implementação das políticas em cada NRSRO, para assegurar que sejam razoavelmente concebidas e implementadas para eliminar mais eficazmente os conflitos de interesse. Quinto, cada NRSRO deveria reportar à Comissão qualquer caso em que uma pessoa associada a essa organização nos últimos 5 anos, obteve emprego com qualquer devedor, emitente, subscritor, ou patrocinador de um título ou instrumento do mercado monetário, para o qual a organização emitiu uma classificação de crédito durante o período de 12 meses antes de tal contratação em casos especificamente citados na lei.

Especificamente em relação à regulação das NRSRO's, estabeleceu a criação de um Escritório de classificações de crédito para administrar as regras da Comissão no que diz respeito: às práticas das NRSRO's na determinação de notações, para a proteção dos utilizadores de notações de crédito e do interesse público; promover a precisão nas notações de crédito emitidas pela NRSRO's; e assegurar que tais classificações não sejam indevidamente influenciadas por conflitos de interesse. Para isso, o Escritório conduziria uma análise de cada NRSRO pelo menos uma vez por ano, sendo que cada análise deveria conter uma revisão sobre: se a NRSRO estaria conduzindo negócios de acordo com as políticas, procedimentos e metodologias determinadas; a gestão de conflitos de interesses; e a implementação de políticas de ética, controles internos de supervisão e governança. Dada a autoridade de registro delegada à SEC, a comissão deveria estabelecer, por regra, multas e outras penalidades aplicáveis a qualquer NRSRO que viole os requisitos e as regras estabelecidas. Tais regras incluem: transparência em relação ao desempenho e metodologias, assim como questões de governança corporativa, organização e gestão de conflitos de interesse descritas na lei.

Por fim, a Lei Dodd-Frank, além de diversos outros aspectos técnicos, também estabelece que a SEC conduza um estudo relacionado ao fortalecimento da independência das CRA's, e com ela afetaria as classificações emitidas pelas NRSRO's. Além disso, a comissão seria responsável por realizar um estudo sobre o processo de classificação de crédito para produtos financeiros estruturados e os conflitos de interesse associados aos *issuer pay* e *subscriber-pay models*; e a viabilidade de estabelecer um sistema no qual uma empresa pública ou privada ou uma organização autorreguladora designe NRSRO's para determinar as classificações de crédito de produtos financeiros estruturados.

4.10 2011

Com a Lei Dodd-Frank em vigor, em 2011, as discussões se aprofundaram em um problema principal: o excesso de dependência das agências de classificação de crédito. Um dos objetivos desta lei, era combater essa dependência e, portanto, requisitou que tais referências a essas classificações, fossem retiradas das regulações nacionais. O congresso então, discutiu os limites e a necessidade de novas regulações, que objetivassem reduzir essa dependência. Algumas alternativas estariam direcionadas a novas diretrizes sobre a categoria NRSRO, o que aumentaria a concorrência; e, por outro lado, o estabelecimento de novos critérios para medir o risco de crédito. Portanto, o objetivo do governo norte-americano estava em reduzir sua dependência para com as CRA's, abrindo a categoria NRSRO para novos ingressantes,

aumentando a concorrência, e recrudescendo a regulação, na tentativa de retomar a confiança do mercado financeiro.

O Congresso convocou uma nova audiência para analisar o processo de supervisão das CRA's. Uma das principais preocupações que ainda persistiam era a necessidade de combater a excessiva dependência das agências de classificação nos mercados e, particularmente, em algumas instituições financeiras. Para tanto, a lei Dodd-Frank requisitou que as referências a esses *ratings* fossem realmente expurgadas e que as agências, os reguladores, apresentassem novos critérios para medir o risco que não estava necessariamente vinculado às agências de classificação. Outro motivo de preocupação, seria o de ainda haver uma concentração da indústria de classificação entre as três principais agências. Segundo o Congresso, havia a preocupação com o acesso de outras entidades à categoria NRSRO, ainda limitada. Por último, apesar da tentativa de combater o “*too-big-to-fail*”, diversos especialistas ainda acreditariam que os avanços na legislação provavelmente possam ter contribuído para aumentar o tamanho deste fenômeno.

O senador Spencer Bachus afirmou que enquanto algumas seções da Lei Dodd-Frank haviam sido um passo importante para diminuir a dependência das classificações de crédito, em alguns casos, a lei não teria consistência em sua abordagem. Citando a Seção 939F, chamada de Emenda Franken, ele apontou que ela atuaria contra a própria Lei reforçando a importância do *rating* de crédito, ao exigir que o governo estabelecesse um sistema para a SEC escolher uma agência de classificação para avaliar o produto financeiro estruturado de um emissor. Paralelamente, ainda segundo Bachus, regulamentos adotados pela SEC sob a Lei Dodd-Frank pareciam também contradizer os objetivos da lei anterior de reforma da agência de classificação de crédito de 2006, que buscou reduzir as barreiras à entrada na indústria de classificação. Para ele, algumas regras adotadas pela SEC para implementar seções da lei criariam novas barreiras à entrada de possíveis NRSRO's.

De acordo com John Ramsay, diretor delegado da divisão de negociação e mercados da SEC, após a crise financeira de 2007, que destacou problemas no desempenho das agências de classificação de crédito, a Lei Dodd-Frank determinou um conjunto adicional abrangente de regras nessa área. Em maio deste ano, a Comissão propôs regras sob esta nova autoridade. Em todos os seus esforços neste domínio, a Comissão esforçou-se por atingir três objetivos gerais: dar resposta a conflitos de interesses e melhorar a integridade dos processos e metodologias de notação; fornecer mais transparência para que os investidores tenham mais e melhores informações sobre as classificações e possam comparar melhor o desempenho das agências de

rating; e promover a concorrência no mercado de serviços de agências de classificação. A Comissão também procurou eliminar as referências às CRA's nas suas regras a fim de reduzir a dependência das notações de crédito. Conforme exigido por Dodd-Frank, já este ano, a Comissão propôs a remoção de várias referências a regras para as notações de crédito e a substituição de outras normas de solvabilidade, quando necessário.

Em resposta a essas questões, o presidente da S&P, Deven Sharma, e Michael Rowan, diretor de gerenciamento global do grupo comercial da Moody's, declaram que por meio de legislação e regulamentação relacionada, as medidas regulatórias reforçaram e fortaleceram a integridade do processo de classificação por meio de maior supervisão, maior transparência e prestação de contas e melhor treinamento de analistas. A aprovação da Lei de Reforma da Agência de Rating de Crédito em 2006, juntamente com um conjunto rigoroso de regras de governança adotadas pela SEC, estabeleceu o primeiro esquema regulamentar abrangente que regeria as CRA's. Já a Lei Dodd-Frank representou outro evento significativo no cenário em evolução das agências de classificação. Um aspecto notável seria sua exigência de que as agências federais revisem o uso de classificações de crédito em regras e regulamentos e removam referências a avaliações de várias áreas da lei federal. Segundo ele, a S&P tem apoiado há muito tempo a abordagem da dependência indevida das classificações pelo mercado através da eliminação de mandatos legais no uso de *ratings*. À medida que a regulamentação Dodd-Frank progrediria, seria fundamental que as novas regulamentações preservassem a capacidade das NRSRO's de tomarem suas próprias decisões analíticas.

Em contrapartida, James Gellert, presidente e diretor executivo da Rapid Ratings International, Inc.; e Jules Kroll, presidente executivo da Kroll Bond Rating Agency, Inc.; argumentaram que apesar da Lei Dodd-Frank ter iniciativas positivas e negativas, ela acabaria por penalizar os jogadores errados, criando desincentivos para novos jogadores entrarem na indústria de *ratings*, o que dificultaria sua mudança. As iniciativas negativas poderiam ser amplamente apontadas como aumento de relatórios, supervisão, construção de diretorias, obrigações administrativas e de conformidade. Segundo Gellert, apesar de concordar com a questão da governança e da conformidade prudencial, as agências menores seriam desencorajadas pelos imensos custos associados ao cumprimento. Estes, entre outros pontos negativos limitariam as reformas pretendidas pela Dodd-Frank, uma reforma efetiva viria somente se a lei não sufocasse a concorrência por meio de custos de conformidade; remove-se as referências de regulamentos para diminuir a dependência de NRSRO's; promovesse a inovação e evitasse a homogeneização de classificações.

De acordo com os argumentos das agências de classificação menores, o Professor Lawrence White argumentou que apesar do anseio por maior regulamentação ser compreensível e bem-intencionado, ele seria equivocado e potencialmente bastante prejudicial. Segundo ele, a regulamentação reforçada das CRA's provavelmente desestimularia a entrada de novos atores, tornaria rígida uma série específica de estruturas e procedimentos, além de desencorajar a inovação em novas maneiras de coletar e avaliar informações, novas tecnologias, novas metodologias e novos modelos, podendo não atingir o objetivo de induzir melhores avaliações das agências. Paradoxalmente, essas regulações provavelmente também criariam uma barreira protetora em torno das agências de classificação maiores, tornando-as ainda mais importantes e oligopolistas. Por fim, ele argumenta que a melhor rota para se evitar isso estaria incorporada na Lei Dodd-Frank sob as seções 939 e 939A. Estas seções removeriam classificações instruindo as agências federais a revisar e modificar seus regulamentos de modo a remover qualquer referência ou exigência de confiança nas classificações de crédito e a substituir tais normas por critérios de credibilidade creditícia como apropriado.

4.11 2013

Há um tempo em vigor, a Lei Dodd-Frank foi uma tentativa de recrudescer a legislação sobre as agências de classificação de crédito. Após sua promulgação, o Congresso voltou-se para a supervisão dos avanços e dificuldades que a nova legislação obteve. Concentrou-se no cumprimento, por parte das CRA's, das novas regras estabelecidas e o quais os avanços haviam sido efetivos na regulação das agências. Para tanto, ouviu-se os diversos reguladores presentes no sistema financeiro norte-americano, para que se identificasse os gargalos que ainda existiam, e como superá-los.

No início de 2013, o Congresso continuou o processo de supervisão da implementação da Lei de Reforma de Wall Street de 2010, o Dodd-Frank Act. A reforma havia sido promulgada com o intuito de tornar o sistema financeiro mais resiliente, minimizar o risco de outras crises financeiras, proteger melhor os consumidores de práticas financeiras abusivas, e garantir que os contribuintes norte-americanos nunca mais sejam chamados a socorrer uma empresa financeira em dificuldades. Portanto, o objetivo da audiência foi o de ouvir os diversos reguladores sobre como suas agências estão cumprindo esses mandatos da reforma de Wall Street. Desse modo, os reguladores deveriam fazer cumprir as regras, informar ao Congresso como eles pretendiam supervisionar melhor o sistema financeiro. Segundo o Senador Tim Johnson, embora tenham sido levantadas preocupações sobre se algumas empresas continuam

"*too-big-to-fail*", a reforma forneceria aos reguladores novas ferramentas para abordar a questão de frente. Das diversas agências reguladoras norte-americanas, haviam representantes do *Federal Reserve System* (FED), do *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), do *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), do *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB) e da *Securities and Exchange Commission* (SEC), entre outras. Cada uma delas apresentou seus avanços e dificuldades no processo de implementar as diretrizes fornecidas pela lei de 2010. Para o Congresso, tal supervisão seria importante não somente por informar o status da implementação da Lei, mas também, revelar quais as contradições e problemas que a nova regulação possuiria e como superá-la.

Neste capítulo, tentei examinar a “onda regulatória” que surgiu no início dos anos 2000 nos EUA, e que tinha como um de seus objetivos, regular a indústria de classificação de crédito. Apesar das tentativas de avançar na regulação, será apenas após a deflagração da Crise do *Subprime*, que o governo norte-americano vai tentar estabelecer uma legislação mais rígida para as agências de *rating*. A crise de 2007/2008 foi o estopim para que as CRA’s caíssem em escrutínio público. Sua atuação na crise trouxe um intenso debate acerca da falta de responsabilidade e confiabilidade das suas classificações. Frente ao aumento da desconfiança por parte dos investidores, o Congresso se viu pressionado a agir o que resultou na Dodd-Frank Act. Portanto, dado a importância dos impactos da Crise do *Subprime* para a indústria do *rating*, darei um foco especial nesse momento. No próximo capítulo, examinarei detalhadamente a crise financeira de 2008, apontando a participação das agências de classificação na sua deflagração e expansão. Já na segunda seção do capítulo, apresento o referencial teórico que me ajudará a analisar as mudanças na legislação norte-americana e seus impactos sobre a indústria do *rating*. Por fim, de posse de tal aporte teórico, analiso o movimento regulatório sobre as CRA’s como uma etapa do processo de neoliberalização, fase esta que, diferente do receituário de desregulação, vai tomar uma característica de regulação pró mercado, ou uma (re) regulação.

5 A CRISE FINANCEIRA DE 2008 E O PROCESSO DE (RE) REGULAÇÃO

Nos capítulos anteriores, tentei expor um pequeno panorama sobre como se estabeleceu a indústria do *rating*, assim como esclarecer quem são essas agências de classificação de crédito, e quais as suas funções dentro dos mercados financeiros internacionais. Na tentativa de conhecer um pouco mais afundo esses agentes, tidos como importantes dentro do sistema financeiro mas, ao mesmo tempo, bastante questionados, tracei um breve contexto histórico acerca do surgimento e desenvolvimento das CRA's. Nesta trajetória, deparei, assim como os diversos autores que abordam o tema, com o progressivo aumento da utilização das classificações de crédito para fins regulatórios até o ponto em que, por suas participações em diversos momentos de crise, surgiram questionamentos, por parte das autoridades reguladoras, sobre a necessidade de mudanças na regulação da indústria do *rating*, e até mesmo, da necessidade de realmente serem utilizadas dentro dos mecanismos de regulação.

Como afirmam Marandola e Sinclair (2014), “as iniciativas de usar as classificações na regulação nos Estados Unidos começaram durante a Grande Depressão no início dos anos 1930 e expandiram-se até a crise da Enron em 2001” (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014, p.7, tradução nossa). Segundo os autores, isso trouxe duas consequências claras: os reguladores puderam proteger os investidores contra os riscos mas, ao mesmo tempo, criando uma excessiva dependência dos *ratings*, e assim, puderam aumentar a influência e poder de mercado das CRA's. Mesmo diante das crescentes críticas sobre sua atuação, e das mudanças e avanços na legislação norte-americana na tentativa de estreitar a regulação sobre as agências de classificação de crédito, suas receitas vêm crescendo a cada ano, assim como sua participação e influência no mercado.

Desde as crises do final dos anos 90, as CRA's vem sendo apontadas como engrenagens importantes, senão pelo surgimento, pelo recrudesimento das recorrentes crises que se alastraram desde o início do século XXI, até a pior delas, a crise de 2007/2008. Esta última, foi diretamente contabilizada na conta das agências de classificação por sua participação ativa no desenrolar da crise. Em meio a esses eventos de crise, o governo norte-americano, juntamente com diversas agências responsáveis pela regulação financeira dentro dos EUA, ensejaram intensos debates sobre a necessidade de mudanças e um maior recrudesimento na regulação financeira, principalmente, no que tange as CRA's, tidas como praticamente livres de regulação de fato. Porém, mesmo diante das audiências realizadas pelo Congresso para se discutir o tema, assim como, das mudanças ocorridas na legislação, as agências de classificação de crédito ainda

continuam tendo grande influência no mercado financeiro norte-americano, e seu poder de mercado vem crescendo a cada ano, juntamente com suas receitas.

Dentro desse contexto, surgem alguns questionamentos importantes acerca da efetividade dessas regulações na tentativa de conter a excessiva, e para muitos, permissiva atuação das agências de *rating* no sistema financeiro. Por que as mudanças regulatórias não foram suficientes para conter a influência, assim como a dependência, do mercado financeiro norte-americano em relação as CRA's? Estariam tais mudanças na regulação norte-americana servindo para limitar a atuação das agências de classificação, ou estariam elas auxiliando ainda mais no processo de imbricação dessas agências nos mecanismos regulatórios do sistema financeiro?

Na tentativa de responder tal questionamento, argumento que ao mesmo tempo que as CRA's sofreram pesadas críticas sobre sua eficácia, elas passaram por um processo de regulamentação que, ao invés de limitarem suas atuações e as responsabilizarem por elas, tal processo, na verdade, foi o motor de novas mudanças institucionais e políticas que permitiram a tais agências a sua manutenção como agentes importantes no SFI. Ou seja, conferiram a um ator privado, a função de moldar os mecanismos de um regime internacional (UNDERHILL, 1995). Para isso, parto da visão de Jamie Peck (2010) sobre o neoliberalismo como um programa que pretende a implantação de novas formas de regulação, ou mesmo uma (re) regulação, implantando novos regimes de governança. Para entender a relação entre a tentativa de regulação das agências de classificação nos EUA e o movimento de neoliberalização descrito por Peck, que na minha visão, auxilia a explicar a contínua influência e crescimento das CRA's mesmo após as mudanças regulatórias, será necessário primeiramente expor alguns pontos teóricos do autor sobre o que ele entende por neoliberalismo e seus desdobramentos, como abordarei na segunda seção do capítulo.

5.1 A Crise de 2007/2008 e a atuação das CRA's

Para compreender o papel das agências de *rating* na crise de 2007/2008 e as críticas que viriam a recair sobre elas, é necessário entendermos um pouco do que foi esta crise efetivamente. Longe de ser facilmente explicada, tal crise foi alvo de intensas análises e incessante debate. O surgimento de novos produtos financeiros, somados à própria complexidade do sistema financeiro e bancário norte-americano, dificulta a tarefa de resumir,

em poucas palavras, o que foi a chamada “crise do *subprime*”. Apesar dessa dificuldade, tentarei resumir, de forma geral, o que foi essa crise e qual foi o papel das CRA’s nesse contexto.

A crise de 2007/2008 ficou conhecida como “crise do *subprime*” devido à sua origem no mercado imobiliário (de hipotecas) norte-americano, sobretudo, no segmento denominado *subprime*, tido como de alto risco (CARCANHOLO et al, 2008; FARHI et al, 2009). Para Gontijo (2008), as raízes da crise estão relacionadas ao processo de reversão do último ciclo de construção residencial dos EUA, que se iniciou com o aumento dos preços reais das residências a partir de 1994. Iniciada em meados da década de 80, a reestruturação do sistema financeiro habitacional norte-americano, impulsionada pelo desenvolvimento da securitização de títulos hipotecários, tornou o mercado habitacional dos EUA cada vez mais integrado ao mercado de capitais (Gontijo, 2008). Dessa forma, as taxas de juros do mercado hipotecário passaram a ser mais sensíveis às mudanças nas taxas de juros de outros mercados de capitais. Para entender essa relação entre o mercado hipotecário e a crise de 2008, farei uma exposição sobre o desenvolvimento do mercado de hipotecas norte-americano e o processo de securitização.

5.1.1 *Mercado de Hipotecas e o processo de securitização*

Como afirmei anteriormente, a reversão do ciclo residencial norte-americano, ou seja, a recuperação do setor residencial, em grande medida, foi possível devido às mudanças estruturais do próprio mercado hipotecário dentro dos EUA: o desenvolvimento do segmento de hipotecas securitizadas, as chamadas *mortgage-backed securities* (MBS’s) ou *residential mortgage-backed securities* (RMBS’s) (GONTIJO, 2008).

Apesar das origens do processo de securitização terem suas raízes na década de 70, a primeira operação dessa espécie dentro dos EUA foi em 1985. Tal operação de securitização tem seu início quando uma instituição originadora, por exemplo um banco, cria uma outra instituição, a denominada *Specific-Purpose Vehicle* (SPV). Esta adquire parte do portfólio da instituição, por exemplo hipotecas, emitindo títulos lastreados nessas hipotecas, ou seja, MBSs. Normalmente, os compradores exigem que tais títulos sejam de elevado grau de investimento (AA ou AAA). Para garanti-lo, a SPV recebe garantias de uma instituição financeira, que pode ser do próprio banco originador ou das instituições patrocinadas pelo governo (*Government Sponsored Enterprises* - GSE), de forma que facilita a obtenção do grau de investimento adequado junto às agências classificadoras de risco. A motivação para isso ocorrer, residia no consenso dos agentes financeiros de que essas agências (bancos e GSE’s) seriam socorridas,

seja pela sua importância, ou por seu caráter público (CINTRA; CAGNIN, 2007 apud GONTIJO, 2008).

A grande jogada do processo de securitização é que o banco transfere o risco, nesse caso do mercado hipotecário, para os investidores, reduzindo seus custos e contornando, regulações feitas pelos Acordos de Basileia. Por outro lado, para os investidores, esse processo, além de favorecer a diversificação de carteira, permitiria retornos mais elevados. Portanto, a expansão do processo de securitização transformou completamente o mercado hipotecário norte-americano. Houve uma inversão de atuação entre as *Savings & Loan Associations* (S&L) (associações de poupança e empréstimo), as instituições patrocinadas pelo governo e os grandes bancos privados. Estes últimos se tornaram, a partir da década de 90, os maiores securitizadores de hipotecas dentro dos EUA. Porém, o avanço das GSE's (*Ginnie Mae*, *Fannie Mae* e *Freddie Mac*), tornando-se os maiores securitizadores de hipotecas, foi a mudança mais importante no mercado hipotecário norte-americano (GONTIJO, 2008).

Nesse mesmo período, as agências federais passaram a compor suas carteiras de investimento com hipotecas originadas desse sistema. Paralelamente, a emissão privada de instrumentos como os *Collateralized Mortgage Obligations* (CMOs), por corporações e empresas, ganharam cada vez mais espaço. Diferente das MBS's, cujo pagamento do principal e dos juros são repassados proporcionalmente aos investidores, as CMO's são divididas em classes (*tranches*) de títulos de diferentes categorias em termos das características do pré-pagamento, das amortizações, taxa de juros, prazos de maturidade e riscos, criando, assim, um leque diversificado de opções para os investidores. Portanto, o que se viu desde meados da década de 80, foram drásticas mudanças nos mercados de hipotecas com a participação das diferentes instituições no total da dívida hipotecária. A participação das instituições patrocinadas pelo governo no mercado hipotecário cresceu muito. Paralelamente, a partir de meados da década de 90, houve uma expansão de novos instrumentos financeiros que impactaram diretamente nas hipotecas norte-americanas (GONTIJO, 2008).

5.1.2 *Crescimento da bolha financeira e o desenlace da Crise*

Arelado à expansão do setor de construção residencial norte-americano, a redução da taxa de juros promovida pelo Federal Reserve (FED), após a bolha *Dot.com*, em 2000 e, posteriormente, após o ataque terrorista de 2001, fizeram com que a taxa de juros chegasse a níveis extremamente baixos. Consequentemente, isso reduziu os custos do crédito hipotecário.

A redução das taxas de juros, combinada com o desenvolvimento do processo de securitização e das inovações financeiras, transformaram o *boom* do mercado residencial em verdadeiro “frenesi”, culminando em uma grande elevação dos preços dos imóveis nos EUA (GONTIJO, 2008). Neste contexto, além da expansão das operações de securitização, desenvolveu-se aceleradamente o mercado de hipotecas *subprime*. Este foi impulsionado, em grande medida, pelas inovações financeiras introduzidas a partir de 2002, de modo a atrair os tomadores de maior risco. Diferente das hipotecas *prime*, concedidas a tomadores que dão a entrada tradicional e comprovam os seus rendimentos, as hipotecas *subprime* se relacionam aos tomadores que, ao adquirir um imóvel através do crédito hipotecário, não são capazes de dar qualquer entrada e/ou não têm renda comprovada (GONTIJO, 2008).

A difusão de novos produtos financeiros que “garantiam” proteção contra o risco de *default* foi importante para impulsionar o crescimento dos empréstimos *subprime* (DiMartino e Duca, 2007). Como os bancos careciam do capital necessário para manter grandes montantes de empréstimos de risco em carteira, as instituições financeiras de precisariam oferecer garantias adicionais contra *default* para originar e vender créditos a investidores na forma de títulos garantidos por hipotecas residenciais (RMBS's). Apesar das instituições patrocinadas pelo governo garantirem os créditos hipotecários e os agruparem em MBSs, que eram vendidas aos investidores, elas não empacotavam muitas hipotecas *subprime* em MBS's. Como afirma Gontijo (2008):

“A saída veio através das outras instituições financeiras que, carecendo do status das organizações patrocinadas pelo governo federal, lançaram mão de CDOs – “um derivativo comum das RMBSs – designado para proteger os investidores em títulos não assegurados por agências federais de perdas decorrentes da inadimplência” (DiMartino e Duca, 2007, p. 3). Geraram-se, assim, CDOs com créditos hipotecários *subprime*, colocados em *tranches* diferenciadas. As mais elevadas recebiam grau AAA porque estavam credenciadas a receber os primeiros pagamentos dos mutuários. As *tranches* inferiores traziam consigo cupons elevados para compensar o risco mais elevado. Através da mistura de créditos *subprime* com créditos de primeira linha e a transferência do risco, quase 80% das *tranches* com hipotecas *subprime* obtinham grau de investimento (grau A ou ainda mais elevado) (GONTIJO, 2008, p. 17).

Portanto, as carteiras de crédito imobiliário foram securitizadas em MBSs, conjuntos diversificados de CDOs, entre outros; englobando hipotecas de diferentes riscos, recebíveis de diferentes formas. Cada “pacote” era identificado a partir de determinado grau de risco fornecido pelas agências de classificação de crédito (Moody's, Standard & Poor's e Fitch). Alguns destes ativos eram classificados como grau de investimento e grau *mezzanine* (BB a BBB), sendo adquiridos por investidores institucionais e *hedge funds*. As *tranches* de maior

risco foram transferidas para as SPVs que contavam com linhas de crédito das controladoras para garantir a liquidez dos papéis, os quais eram garantidos por companhias de seguro através de derivativos.

Por último, outro fator preponderante para esse rápido crescimento do setor hipotecário, foram ganhos obtidos pelos originadores dessas hipotecas. Dentre eles, estavam os bancos, instituições seguradoras, assim como pelas agências de classificação de créditos e demais instituições financeiras envolvidas no processo de geração, classificação, distribuição e seguro dos MBSs, CDOs, entre outros (GONTIJO, 2008). Por outro lado, a esse processo foi importante não somente para os que lucravam diretamente com as hipotecas, mas também, para os que necessitavam de recursos. A aquisição de imóveis através desse tipo de hipoteca dava acesso à propriedade de um imóvel, que de outro modo, não estaria ao alcance das famílias de menor renda (GONTIJO, 2008). Consequentemente, como era “lucrativo” para ambas as partes, o mercado de crédito hipotecário *subprime* cresceu muito a partir de 2002.

Essa euforia do mercado era sustentada pela “farra de crédito hipotecário e suas *securities* (MBS, CDO, lastreadas em empréstimos de recuperação duvidosa)”, num período em que “os fundos de investimento, os *hedge funds* e os bancos ergueram verdadeiras pirâmides de derivativos de crédito, disseminando os riscos em âmbito mundial” (Cintra e Cagnin, 2007, p. 320 apud Gontijo, 2008, p. 22).

5.1.3 O fim da “farra de crédito”: o auge da Crise

A taxa de juros norte-americana que em 2003 havia chegado a 1%, voltou a subir a partir de 2004, chegando a mais de 5% em 2006 (Gontijo, 2008). Paralelamente, em 2006, os preços dos imóveis começaram a cair³⁷. Consequente, o mercado *subprime* veio abaixo. Isso porque, muitos mutuários dependiam da valorização de seus imóveis para transitar para hipotecas *prime*, com taxas de juros mais baixas. Obrigados a se manter em contratos com elevadas taxas de juros, muitas das pessoas que haviam tomado empréstimos por meio das hipotecas, tornaram-se incapazes de refinanciar seus imóveis, e começaram a atrasar seus pagamentos. O aumento da inadimplência, assim como a resistência dos proprietários em vender seus imóveis a um preço mais baixo, culminaram no aumento da oferta de imóveis, reforçando o processo de queda dos preços (SCHWARCZ, 2009).

³⁷ “E, de fato, os preços dos imóveis começaram a cair no verão de 2006, muito embora essa queda não deva ser atribuída ao aumento da taxa básica de juros, uma vez que essa elevação se refletiu num aumento das taxas de juros do crédito imobiliário inferior a 1% no período. Assim, é mais provável que a queda dos preços dos imóveis a partir do verão de 2006 se deva ao crescimento da oferta resultante da própria elevação de preços no período anterior, que resultou em excesso de oferta, a pressionar os preços para baixo” (GONTIJO, 2008, p. 22).

O aumento da inadimplência generalizada impactou fortemente o mercado hipotecário. As hipotecas passaram a se acumular cada vez mais nas carteiras dos bancos e das instituições originadoras. Porém, apesar do mercado não mais absolver tais produtos, essas instituições continuaram a emití-los. No início de 2007, começaram a se expor as enormes fragilidades e problemas desse sistema. Divulgações sobre balanços em que constavam perdas significativas por parte de grandes instituições como o HSBC, e a falência de grandes empresas e fundos de investimento, mostraram um cenário desastroso. Ao mesmo tempo, agências de *rating* começaram a rever as classificações de diversos produtos e títulos, entre eles os derivativos (Gontijo, 2008). Foi o início de uma avalanche de falências entre grandes instituições financeiras, principalmente, os bancos.

A crise adquiriu proporções incalculáveis até se tornar uma crise sistêmica, sendo seu auge, a falência do banco de investimentos Lehman Brothers em 2008 (SCHWARCZ, 2009). Ela foi tão impactante que até mesmo colocou em xeque a arquitetura financeira internacional, demonstrando as limitações do sistema de regulação e supervisão bancária e financeira existentes (FARHI et al, 2009; MISHKIN, 2011). A crise de 2007-2008, devido ao papel das inovações financeiras, como os derivativos de crédito e os produtos estruturados, cujo lastro se dava pelo crédito imobiliário, multiplicaram e redistribuíram por todo o mundo os riscos decorrentes deles (FARHI et al, 2009). Sua disseminação, que começou em um segmento de mercado relativamente pequeno, tem suas raízes no processo de securitização de créditos e no desenvolvimento de novos instrumentos e produtos financeiros (DE FREITAS; CINTRA, 2008).

Dois fatores foram responsáveis por transformar uma crise de crédito clássica em uma crise financeira e bancária de repercussões internacionais: Incertezas acerca da situação real dos balanços dessas instituições de investimento culminaram em um congelamento dos mercados interbancários; ao mesmo tempo, as autoridades monetárias flexibilizaram suas exigências aceitando qualquer valor (colateral) como garantia. A fim de evitar o risco sistêmico, e na tentativa de gerir os riscos, os bancos buscavam maneiras diferentes de retirar tais riscos de crédito de seus balanços e torná-los mais líquidos. Para isso, eles passaram a se utilizar de inovações financeiras para alavancar suas operações, mas sem ter a necessidade de manter reservas de capital impostas pelos acordos de Basileia (DE FREITAS; CINTRA, 2008). A viabilidade dessa estratégia só se tornou possível pois, existiam agentes que estavam dispostos

a assumir tais riscos frente a um retorno elevado – tais agentes eram instituições financeiras que formara o conhecido “*shadow banking system*”³⁸ (FARHI et al, 2009).

De outra forma, os acordos de Basileia, especificamente Basileia II, foram responsáveis por incorporar as notas das agências de *rating*, e os modelos de gestão de riscos, como critérios alternativos para a classificação dos riscos de crédito, e incentivos à utilização de mecanismos de mitigação desses riscos, dentre eles, instrumentos financeiros como derivativos de crédito. Como mencionei anteriormente, na tentativa de excluir os riscos de crédito dos seus balanços, os bancos se utilizaram dos chamados produtos estruturados, que são uma combinação de um título representativo de crédito, e algum tipo de derivativo financeiro, montando um verdadeiro “pacote” de crédito. Tal mecanismo só foi possível devido à atuação das CRA’s (FARHI et al., 2009). Desse modo,

Ao auxiliar as instituições financeiras na montagem dos “pacotes de crédito” para garantir a melhor classificação possível, essas agências tiveram participação relevante na criação do mito que ativos de crédito bancário podiam ser precificados e negociados como sendo de “baixo risco” em mercados secundários. Ademais, elas incorreram em sério conflito de interesses na medida em que parte substancial de seus rendimentos advinha dessas atividades (FARHI et al., 2009, p. 136).

Desde as crises do início dos anos 2000, os bancos vinham buscando novos ativos para negociar. O mercado imobiliário, aquecido pelo aumento do preço dos imóveis, foi a alternativa escolhida por meio de novas hipotecas, ampliação de crédito ao consumidor e refinanciamento de antigas hipotecas (De Freitas e Cintra, 2009). Utilizando-se desses refinanciamentos, houve um *boom* nos níveis de endividamento e investimentos no mercado imobiliário por parte das famílias, conseqüentemente, isso gerou numerosos lucros para os conglomerados financeiros. Por meio de transações que excluíssem o risco do seu balanço, como citado anteriormente, os bancos evitaram os requerimentos de capitais mínimos para seus ativos, viabilizando a expansão dos negócios. Porém, isso se mostrou arriscado,

Embora tenham viabilizado a ampliação da liquidez no mercado de crédito e do endividamento de famílias, empresas e instituições financeiras, essas inovações financeiras potencializaram o risco de crise sistêmica. Isso porque, os contratos são amplamente interconectados, envolvendo diversos participantes e segmentos do mercado financeiro, configurando uma verdadeira pirâmide de crédito. Igualmente,

³⁸ Por Shadow Banking system entende-se: “o leque de instituições envolvidas em empréstimos alavancados que não tinham, até a eclosão da crise, acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Nesse leque enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes, os hedge funds, os fundos de pensão e as seguradoras. Nos EUA, ainda se somam os bancos regionais especializados em crédito hipotecário e as agências patrocinadas pelo governo. (...) as instituições financeiras do shadow banking system não estão sujeitas às normas dos Acordos de Basileia, as quais no caso norte-americano só se aplicam aos grandes bancos universais com operações internacionais” (FARHI et al, p. 135, 2009)

afetaram a qualidade da avaliação e o monitoramento dos devedores pelas instituições originadoras dos empréstimos, pois essas ao transferir o risco de crédito deixam de realizar o monitoramento e acompanhamento efetivo do devedor (DE FREITAS; CINTRA, p. 418, 2009).

Desse modo, novas hipotecas foram criadas e empacotadas utilizando-se de vários instrumentos financeiros de diferentes riscos. Estes recebiam boas classificações e eram revendidos no mercado de ações. Algumas dessas combinações, feitas por emissores e agências, possuíam ativos que eram lastreados em hipotecas de alto risco (*subprime*), e que acabaram por ser reclassificadas com grau de investimento. Portanto, esse processo de empacotamento de hipotecas de alto risco com instrumentos financeiros para adquirirem melhores classificações, foram feitos com anuência das CRA's, e viabilizou suas aquisições por parte de investidores que tinham aversão ao risco (DE FREITAS; CINTRA, 2009; FARHI et al., 2009). O que não conseguia ser comercializado era o chamado “lixo tóxico”, ou seja, ativos difíceis de serem repassados. Da mesma maneira, houve o empacotamento de “ativos tóxicos” que eram reclassificados e repassados, o que de certa forma, gerava ganhos expressivos.

Tais ativos eram instáveis à medida que replicavam os riscos, assim como os retornos dos ativos originais, mas sem necessariamente possuí-los. Isso é possível pois, esses ativos “negociam compromissos futuros de compra e venda de ativos, mediante o pagamento de um ‘sinal’ o que abre a possibilidade de vender o que não se possui e/ou comprar o que não se deseja possuir” (FARHI et al., p.137, 2009). Assim, o mercado, tomado por produtos financeiros complexos, reduziu a aversão dos agentes (bancos, investidores, famílias) pelo risco. Cada vez mais as instituições financeiras passaram a oferecer produtos mais atrativos, que traziam maiores rendimentos, mas ao mesmo tempo, possuíam menores classificações e qualidade (que não possuíam garantias das agências federais) (DE FREITAS; CINTRA, 2009).

Quando o mercado imobiliário norte-americano começou a dar sinais de encolhimento, com a queda dos preços e das quantidades de ativos, por volta de meados de 2006 e início de 2007, começou a ficar evidente a fragilidade dessas estruturas financeiras marcadas pelo elevado risco e baixa qualidade no que tange a liquidez dos ativos (MISHKIN, 2011). Paralelamente, em 2007, o aumento na inadimplência no mercado imobiliário, e as sucessivas execuções de hipotecas dos inadimplentes, ocasionou uma queda no preço dos imóveis e no rebaixamento das classificações de alguns produtos financeiros empacotados (produtos estruturados). Isso resultou em uma corrida pela venda de ativos por parte de investidores que tiveram seus ativos rebaixados, o que também gerou uma queda nos preços de vários ativos, entre eles as hipotecas *subprime*.

Em reação a esses acontecimentos, os investidores internacionais reagiram apressando-se em desfazer suas posições em créditos hipotecários, o que afetou o funcionamento de vários mercados. Consequentemente, houve uma redução na liquidez dos títulos de curto prazo (lastreados por ativos) nos EUA – os chamados *commercial papers* (JUNIOR; TEIXEIRA FILHO, 2009). Por outro lado, nos mercados interbancários, houve um aumento das taxas de juros, o que indicou que os grandes bancos estavam reticentes em realizar empréstimos de curto prazo entre si. Restou aos Bancos Centrais intervir, injetando liquidez, para evitar que a crise tomasse proporções sistêmicas, o conhecido “*too big to fail*”³⁹ (MISHKIN, 2011).

Apesar dessas intervenções, elas se mostraram insuficientes para afastar a crise. Esta se agravou consideravelmente em 2008. As agências de classificação de crédito começaram a rebaixar a classificação de títulos de várias espécies, e diversos ativos relacionados às hipotecas norte-americanas (FARHI; CINTRA, 2009). Em março, a iminência da quebra do banco Bear Stearns, quinto maior banco de investimento dos EUA, pressionou o Federal Reserve a agir. Este estendeu uma linha de crédito de cerca de US\$ 30 bilhões ao JP Morgan Chase para a aquisição do Bear Stearns (FARHI; CINTRA, 2009; MISHKIN, 2011). Este, sendo um banco de investimento, e não um banco comercial, não estava formalmente sob a jurisdição do FED, contudo, acabou sendo objeto de intervenção (JUNIOR; TEIXEIRA FILHO, 2009). De outra forma, o FED também decidiu injetar liquidez no mercado com vista a garantir uma maior liquidez ao mercado financeiro, o que afastou temporariamente o desenrolar da crise (FARHI; CINTRA, 2009).

Não demorou muito e os problemas de liquidez alcançaram as agências garantidas pelo governo norte-americano, conhecidas Fannie Mae e Freddie Mac, gerando uma acentuada perda de confiança. A administração Bush aprovou um pacote de ajuda para essas duas instituições, por meio de empréstimos e compra de ações (FARHI; CINTRA, 2009). Mesmo injetando liquidez no mercado, o governo achou melhor assumir o controle acionário dessas agências. Porém, a crise continuou se espalhando, e em setembro, o quarto maior banco de investimentos dos EUA, o Lehman Brothers, passou a enfrentar dificuldades. Após declarar prejuízos bilionários, o banco entrou com um pedido de concordata na Corte de Falências de Nova York (JUNIOR; TEIXEIRA FILHO, 2009). A falência do Lehman Brothers constituiu o ponto mais agudo da crise, passando a apresentar aspectos sistêmicos. No entanto, o governo decidiu não

³⁹ “Too big to fail” is a misnomer. A financial firm can be systemically important—that is, its failure can threaten the health of the financial system—because 1) it is very large or 2) its activities are so interconnected with the rest of the financial system. So a more accurate term would be “too interconnected to fail” or “too systemically important to fail” (MISHKIN, 2011, p.66)

ajudar financeiramente o Lehman Brothers, o que acarretou e agravou a paralisação das operações interbancárias⁴⁰. Além disso, a desconfiança por parte dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, o que resultou em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global (FARHI; CINTRA, 2009). A incerteza se disseminou ainda mais no mercado financeiro norte-americano, e cresceram as desconfianças acerca da solvência de seu sistema bancário e a possibilidade de recessão da economia.

Para evitar uma crise sistêmica, o governo norte-americano passou a intervir cada vez mais no mercado na tentativa de estancar as perdas sofridas pelo sistema financeiro nacional. Diversas medidas foram utilizadas, entre elas: ajuda financeira à American International Group (AIG) – a maior companhia de seguros dos EUA; um pacote no valor de US\$ 700 bilhões de dólares para ajudar o sistema financeiro; a compra de diversos bancos de investimento e sua transformação em holdings financeiras sob os auspícios das normas do comitê da Basileia e à supervisão do FED, agora podendo receber auxílio dele; criação de diversas linhas de crédito para salvar as empresas e as instituições financeiras; entre outras (FARHI; CINTRA, 2009; JUNIOR; TEIXEIRA FILHO, 2009).

Esse retorno da volatilidade dos mercados financeiros, que se mostrou evidente no início dos anos 2000, nos leva a questionar quais as semelhanças e as diferenças entre a crise da Enron e do *Subprime*. Sinclair (2010) afirma que o papel crucial das inovações financeiras nessas crises é o principal ponto de união entre elas. Na crise do *subprime*,

Os títulos foram criados a partir de empréstimos subjacentes a mutuários de hipotecas residenciais com classificações de crédito pessoais relativamente fracas. Os titulares desses títulos estruturados tinham pouca compreensão da qualidade dos ativos subjacentes (SINCLAIR, 2010, p. 101, tradução Nossa).

Ao contrário, o que diferencia ambas crises, e tornou a crise *subprime* uma ameaça sistêmica maior, foi o efeito corrosivo da incerteza do mercado em todas as avaliações feitas no mercado imobiliário. Logo, o cerne da crise estaria na incerteza quanto à fragilidade da engenharia financeira que sustenta o sistema financeiro global (SINCLAIR, 2010).

Durante o desenrolar da crise de 2007-2008, e mesmo no pós-crise, a busca por culpados por tamanha mazela, se tornou um grande objetivo dos diversos analistas. Dentre as instituições

⁴⁰ Indeed, the most prominent case of a firm that was not bailed out-Lehman Brothers in September 2008-was followed by such a severe crisis that it is unlikely that governments would let this happen again. In the wake of Lehman failure, governments throughout the world bailed out or guaranteed their greatest financial institutions (MISHKIN, 2011, p. 66-67).

que receberam as maiores críticas, as CRA's foram até mesmo apontadas como, se não causadoras, como amplificadoras dos efeitos da crise. Segundo, Utzig (2010), existe um amplo consenso de que as CRAs contribuíram para a crise financeira que começou nos EUA, com problemas no mercado de hipotecas *subprime*. Críticas já feitas durante as crises do início dos anos 2000, novamente vieram à tona. O atraso das agências de *rating* para mudar suas classificações, foi apontado no caso do Lehman Brothers. As principais CRA's ainda mantinham as classificações de "*investment grade*" no jornal comercial do Lehman Brothers no dia que o próprio banco declarou falência (WHITE, 2009b; 2010; 2010b).

Por outro lado, as classificações favoráveis das principais agências de *rating* foram fundamentais para a comercialização bem-sucedida dos títulos com base em hipotecas residenciais *subprime* e outras obrigações de dívida (WHITE, 2009a; 2009b; 2010b). Consequentemente, as vendas desses títulos foram significativas para o financiamento da bolha dos preços no mercado imobiliário norte-americano. Paradoxalmente, quando os preços dos imóveis começaram a declinar, houve um aumento da inadimplência das hipotecas, demonstrando que os *ratings* iniciais dessas agências foram excessivamente "otimistas". Os preços declinaram e a incerteza em torno desses títulos ajudaram a impulsionar uma crise generalizada nos EUA e nos sistemas financeiros globais (HILL, 2009; WHITE, 2010b).

Portanto, durante a crise, as agências subestimaram o risco de crédito associado aos produtos de crédito estruturados, e não conseguiram ajustar suas classificações com rapidez suficiente auxiliando na deterioração do mercado financeiro (LANGOHR; LANGOHR, 2008; UTIZG, 2010). Elas também foram acusadas de erros em suas metodologias e de conflitos de interesses não resolvidos, o que abalou a confiança dos agentes do mercado nas classificações. Desse modo, as preocupações em torno do papel das agências de *rating* e sua eficiência nas classificações, foram claramente exacerbadas com a crise de 2007-2008. Isso ocorreu devido à atuação das agências no mercado de hipotecas norte-americano e no processo de engenharia financeira que transformou empréstimos habitacionais ilíquidos em títulos líquidos (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014). Elas foram acusadas de ajudar a criar e distribuir ativos com supostas avaliações acima do que realmente teriam, gerando desconfiança e incerteza sobre o seu papel, e até mesmo, no próprio sistema financeiro.

Foi nesse contexto de pânico público gerado nos mercados financeiros, que se acirraram os debates em torno do processo de classificação, a situação da indústria do *rating*, e a questão da responsabilidade por suas ações. Consequentemente, isso levou a mídia especializada, os agentes do mercado financeiro e os legisladores a debaterem sobre novas demandas de

regulação (MARANDOLA; SINCLAIR, 2014; UTZIG, 2010). Após expor essa parte teórica, na sequência farei uma exposição, e uma interpretação, sobre as mudanças na legislação norte-americana na tentativa de regular, de fato, as agências de classificação de risco. Além de trazer as mudanças concretas na legislação, também analisarei as audiências do Congresso que serviram para entendermos um pouco mais do que realmente se pretendia com essas mudanças, e o que elas realmente alcançaram.

5.2 O conceito de neoliberalismo e o processo de (re) regulação

Nas diversas áreas do conhecimento às quais foi empregado, o conceito de neoliberalismo se tornou generalizado indiscriminadamente, apesar de não ser definido de forma consistente, ser empiricamente impreciso, e ter se tornado um conceito contestável e de difícil definição⁴¹ (BRENNER; PECK; THEODORE, 2010). De modo geral, e em grande parte do mundo, o neoliberalismo é praticamente compreendido como sinônimo de uma filosofia de orientação pró-mercado pautada nos conceitos estabelecidos pelo Consenso de Washington e suas agências, entre elas o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (PECK, 2010). Essa “interpretação” do conceito, pautada na visão norte-americana do capitalismo de livre mercado, disseminou-se e se tornou uma forte definição para o termo. Apesar disso, o pensamento neoliberal pode ser identificado em suas diversas manifestações desde a década de 1920⁴².

Portanto, estabelecer um marco para surgimento para o conceito de neoliberalismo se torna difícil, e até mesmo indesejável, na medida em que diferentes formas de se compreender o conceito, assim como de se apoderar dele, ocorreram no seu próprio processo de deslocamento entre as diversas áreas do conhecimento. O importante, para fins deste trabalho, é entender que o próprio conceito de neoliberalismo pode ser considerado como polimorfo, adquirindo novos significados e formas à medida que é confrontado por novas experiências e contextos geoinstitucionais distintos. Um exemplo dessa característica volátil do conceito, está na definição que se construiu a partir da década de 1980, em que o neoliberalismo ganhou visibilidade ao associar-se com a doutrina ideológica do “livre mercado”, que remete aos

⁴¹“Controversies regarding its precise meaning are more than merely semantic. They generally flow from underlying disagreements regarding the sources, expressions and implications of contemporary regulatory transformations” (BRENNER; PECK; THEODORE, p.01, 2010).

⁴²Para saber mais sobre o contexto histórico do surgimento do termo “neoliberalismo”, ver Burgin (2012); Peck (2010).

escritos de Hayek e Friedman, e que foi amplamente operacionalizado por governos como o de Pinochet, Reagan e Thatcher (BRENNER; PECK; THEODORE, 2010; BURGIN, 2012).

À medida que essas tentativas de operacionalizar e impor um projeto de regulamentação disciplinar com viés pró mercado foram ganhando espaço, e se consolidando, a noção de neoliberalismo adquiriu uma amplitude de funções analíticas e empíricas. O conceito não mais se limita ao campo ideológico do livre mercado, mas toma conotações analíticas sendo utilizado como base para examinar novas formas e caminhos de reestruturação regulatória liderada pelo mercado através de inúmeros locais, territórios e escalas (SAAD-FILHO; JOHNSTON 2005, apud BRENNER; PECK; THEODORE, 2010)⁴³. Desse modo, é importante entendermos que um dos grandes problemas dessa “promiscuidade” na utilização do termo, foi que o “neoliberalismo” se tornou um conceito abstrato e, por vezes, caótico. Consequentemente, por diversas vezes optou-se, na literatura da economia política, evitar utilizá-lo, gerando uma “perda” analítica, dado a importância e a capacidade explicativa que o termo carrega.

Dito isso, fica evidente que o termo “neoliberalismo” possui significado e capacidade analítica importantes para se analisar diversas mudanças geoinstitucionais e políticas que ocorreram, principalmente, a partir da década de 70. Compreendendo a importância que o termo possui, sua complexidade, e o uso indiscriminado que o fez diversas vezes caótico, o geógrafo inglês Jamie Peck, passou a se interessar e aprofundar no estudo da economia política da neoliberalização. Em contribuição com autores de diferentes áreas do conhecimento, também interessados nesse movimento de neoliberalização, Peck tentou dar uma definição de neoliberalismo que pudesse captar esse seu caráter polímorfo, assim como, detectar o caráter híbrido e desigualmente desenvolvido do projeto neoliberal.

Em seu artigo conjunto, *Variegated neoliberalization: geographies, modalities, pathways*, Brenner, Peck e Theodore (2010) analisam e interrogam três diferentes interpretações sobre o conceito de neoliberalismo, influentes no campo da economia política

⁴³In this context, neoliberalism is understood variously as a bundle of (favoured) policies, as a tendential process of institutional transformation, as an emergent form of subjectivity, as a reflection of realigned hegemonic interests, or as some combination of the latter. Some scholars see these trends as signalling an incipient form of regulatory convergence or hegemony; others continue to call attention to significant flux and diversity, even if they cannot yet determine a singular countercurrent. The boldest formulations position neoliberalism as a ‘master concept’, or as a byword for an ideologically drenched form of globalization. Those more sceptical of such totalizing visions prefer to portray neoliberalism as a hybrid form of governmentality, or as a context-dependent regulatory practice. Perhaps not surprisingly, faced with these conflicting thematic evocations and methodological tendencies, others have concluded that ‘neoliberalism’ has become a chaotic conception rather than a rationally defined abstraction, and have thus opted to avoid using it altogether (BRENNER; PECK; THEODORE, 2010).

heterodoxa. Reconhecendo que cada uma delas tem uma contribuição significativa para se compreender os processos mudança e reestruturação regulatória com viés pró mercado, os autores vão argumentar que todas essas abordagens interpretam equivocadamente o caráter desigual, ou o que eles chamam de "*variegated*", desses processos de reestruturação. Segundo eles, a questão da "*variegation*"⁴⁴, sua produção sistêmica de diferenciação geoinstitucional, é central para se compreender as formas de reestruturação regulatórias de mercado e suas alternativas pós década de 1970.

Como mencionei anteriormente, apesar da dificuldade em se definir precisamente o termo "neoliberalismo", Peck e Tickell (1994; 2007) o definem como uma filosofia, ou um projeto, político-econômico que se dedica à extensão de novas formas de governança, controle e governo, pautadas numa visão pró-mercado, através das diferentes esferas sociais, fornecendo assim, uma racionalização política própria. Na teoria, o neoliberalismo pretende criar uma narrativa dos mercados livres e desregulados mas, empiricamente, implica em uma intensificação de formas disciplinares de intervenção estatal com o objetivo de impor diferentes versões de domínio do mercado (PECK; THEODORE; BRENNER, 2009). Portanto, a cartilha neoliberal engloba uma variedade de estratégias para a prática estatal proativa visando remodelar as relações da economia em torno de um novo grupo de interesses de uma elite financeira (Peck, 2004).

Apesar da tentativa de definir o neoliberalismo de um modo geral, Peck e outros contribuintes da chamada "economia política geográfica", atentam para os riscos de compreender o neoliberalismo como um termo estático, coerentemente delimitado (PECK; THEODORE; BRENNER, 2009). O neoliberalismo, como um programa político-econômico, possui uma capacidade de reinvenção adaptativa, principalmente, nos períodos de crise. Tal processo de adaptação é marcado por uma dinâmica oscilante caracterizada por uma série de falhas e fracassos políticos que demandam uma adaptação improvisada. No desenvolvimento desse programa, surgem obstáculos e contra movimentos que, ao invés de impedir seu estabelecimento, criam uma oportunidade para que ele se molde por meio de soluções alternativas e recalibrações (PECK ET AL, 2010; PECK; THEODORE, 2010). É devido a esse caráter adaptativo, de mudança de forma, por parte do programa neoliberal, que se torna difícil falar de uma ordem neoliberal coerente e estável (PECK; THEODORE, 2010).

⁴⁴ Sobre o conceito de "*variegation*" ver Peck e Theodore (2007).

Evitando interpretar o termo como estático e coerente, Peck e os demais autores vão evitar utilizar o termo “neoliberalismo”. Para eles, neoliberalismo é mais que um pacote de políticas que objetivam expandir as estratégias pró-mercado, e não devem ser entendidas como um “estado final”. Mas sim, é preciso compreendê-lo como um processo, um fenômeno “*out there*” e, ao mesmo tempo, “*in here*”, cujos efeitos são desiguais e variados (Peck; Tickell, 2002). Portanto, ao falar de neoliberalismo, os autores vão se utilizar do termo “neoliberalização”, compreendendo que o termo denota um processo que é ao mesmo tempo desigual, contraditório, conflituoso e contínuo (BRENNER; PECK; THEODORE, 2010). Ou seja, é um processo historicamente específico e instável de transformação sócio-espacial voltado para o mercado, que gradualmente muda e se reestrutura (PECK; THEODORE; BRENNER, 2009; PECK; THEODORE, 2010). Assim, uma noção mais dinâmica de neoliberalização deve ser priorizada em relação às noções estáticas de neoliberalismo (PECK; THEODORE; BRENNER, 2010).

Apesar de ser um processo contínuo, a neoliberalização se caracteriza por ser um processo não-linear e multidirecional. Consequentemente, ela não produz uma forma única de estado, singular e globalizante (PECK; THEODORE, 2010). Pautado em sua capacidade adaptativa, o programa neoliberal se repete inúmeras vezes através do acúmulo de episódios de fracasso, de uma (re) rotulação de seus discursos e de uma reinvenção institucional. Dessa forma, ele define um padrão prevalente de reestruturação regulatória. À medida que cada projeto de reestruturação neoliberal entra em cena, ele traz consigo resíduos de outras estruturas regulatórias anteriores, geralmente antagônicas ou opostas a ele. Estas mesmas estruturas que questionam e desafiam a neoliberalização são, também, as que impulsionam e orientam, através de um processo de remodelagem, as políticas e os caminhos futuros da reestruturação neoliberal (PECK, 2004; PECK, THEODORE; BRENNER, 2010). Consequentemente, essa combinação cria paisagens institucionais híbridas nas quais as lógicas de abertura e restrição do mercado se confundem e co-evoluem (BRENNER; PECK; THEODORE, 2010).

Portanto, as variedades dos movimentos de neoliberalização não são apenas contingenciais. Elas representam formações conjunturais, de contextos específicos, que se conectam globalmente (PECK, 2004). Isso significa que as diferentes neoliberalizações não são isoladas geograficamente, não sendo um processo monolítico na forma, nem universal em seu efeito (PECK; TICKELL, 2002). Apesar de ter seu caráter de especificidade, pautado nas experiências sócio espaciais em cada espaço e tempo que ocorreram, as neoliberalizações se conectam por princípios básicos, e/ou estratégias, em comum. Apesar de privilegiar a lógica

unitária do mercado, a neoliberalização é um processo diversificado que depende de critérios como a escala e o escopo da intervenção estatal, formas de regulação dos capitais e do mercado, entre outros (PECK; TICKELL, 2002).

Analisando a neoliberalização como um projeto, ou mesmo um regime regulatório, podemos estabelecer sua dinâmica temporal e estabelecer momentos “destrutivos e “criativos” de tal processo, marcados por períodos de retração (neoliberalismo “*roll back*”) e de expansão (neoliberalismo “*roll out*”), respectivamente (PECK, 2010; PECK; TICKELL, 2002). Na fase *roll back*, ocorre um desmanche de instituições que não estão em consonância com a lógica neoliberal. Durante a onda neoliberal dos anos 70, representada pela literatura, principalmente, pela política de Reagan e Thatcher, houve um movimento de desqualificação, desregulamentação e desmantelamento das instituições voltadas para o bem-estar social e o coletivismo. Essa agenda de reestruturação, além de ser caracterizada pela destruição ativa das instituições estatais anteriores, visa desorganizar centros alternativos de poder, desregular zonas de controle burocrático e disciplinar sujeitos (coletivos) potencialmente ingovernáveis (ex. sindicatos)⁴⁵ (Peck, 2010).

Os custos crescentes do processo da desregulamentação, austeridade, falhas de mercado, abandono das políticas sociais, entre outros; impõem limites institucionais e políticos ao neoliberalismo. Confrontado por um padrão mais “robusto” de governança pró-ativa, os neoliberais são forçados a se engajarem em uma série de desafios de intervenção, melhoria institucional e (re) regulamentação. Tais respostas a esses contra movimentos serviram assim para consolidar novas políticas específicas de reestruturação. O resultado, porém, não foi uma implosão, ou um fim do projeto neoliberal, mas uma remodelagem, uma reconstituição. Durante os anos 90, a segunda transformação do neoliberalismo (PECK; TICKELL, 2002) tem seu início com um processo de metamorfose do projeto neoliberal em formas mais socialmente intervencionistas. Esta fase prolongada chamada de neoliberalismo “*roll-out*”, difere da anterior e de sua política de contenção. Ela é caracterizada por uma explosão de incursões regulatórias “pró-mercado” (Peck, 2010). Este movimento “*roll out*” foca em novas formas de construção institucional, intervenção governamental e reforma regulatória. Ao “licenciar” tais formas de

⁴⁵Often prosecuted in the name of deregulation, devolution, and even democratization, this offensive is typically associated with attacks on labor unions, planning agencies, entitlement systems, and public bureaucracies, by way of the now familiar repertoire of funding cuts, organizational downsizing, market testing, and privatization (PECK, p. 38, 2010).

atuação dentro do projeto neoliberal, ele está mais associado a novos modos de formulação de políticas “sociais” voltadas à uma agressiva (re) regulação das instituições.

As políticas econômicas, assim como o modo de gestão econômica neoliberal, mudaram as fronteiras de formulação da política e do processo de construção do Estado, atrelando-as. Agora a preocupação é a implantação de novas formas de reestruturação do estado. Tal preocupação está intimamente associada ao surgimento e a coexistência de uma gestão econômica tecnocrática e de política sociais mais invasivas. A gestão econômica, cada vez mais tecnocrática, vai trazer consigo o caráter de “despolitização”, adquirindo um status privilegiado ao se “sobrepor” à política e de fornecer uma orientação fundamental ao estado. É um neoliberalismo mais normalizado associado à incorporação tecnocrática de rotinas de governança neoliberal e extensão agressiva das instituições. Um exemplo dessa “dialética” *roll-back/roll-out* pode ser visto nos momentos de excesso de liberalização do comércio ou de desregulamentação financeira; ou mesmo em casos de uma falha acentuada do mercado. Estes são seguidos então, por “acordos” de exceções à regra e “correções” (re) regulatórias (PECK, 2010).

5.3 O caso das Credit Rating Agencies

A partir da exposição sobre o conceito de neoliberalismo, e tomando como referência o processo de neoliberalização enfatizado por Jamie Peck, podemos traçar alguns paralelos práticos entre a “dialética” *roll back/roll out*, e as mudanças no processo de regulação pelas quais as CRA’s vem passando no decorrer deste século. Como observei nos capítulos anteriores, as agências de classificação se expandiram e cresceram de maneira robusta desde o início da década de 70. Acompanhando o momento de *roll back* do processo de neoliberalização, caracterizado pelo desmanche das instituições e pela desregulamentação financeira, as agências de classificação “ressurgiram” na tentativa de superar a crescente incerteza causado pelo aumento da volatilidade dos capitais. Paralelamente, também ganhou força a incorporação das classificações de crédito na regulação financeira norte-americana em suas diversas esferas. O resultado foi claro: uma excessiva dependência das classificações feitas pelas agências de *rating*, e seu consequente aumento de poder de mercado.

A crescente “absorção” das classificações de crédito dentro dos EUA somente passou a ser interpretada como um “risco”, na medida que as sucessivas crises, iniciadas em meados dos anos 90, deram uma maior visibilidade (negativa) às CRA’s. Como abordei no capítulo anterior,

mesmo não se chegando a uma conclusão definitiva sobre a participação das CRA's nas crises dos anos 90, os holofotes dos críticos agora se direcionavam a elas e sobre sua efetividade em cumprir com suas funções. No início dos anos 2000, a falência de diversas grandes corporações, principalmente, dentro dos EUA, impulsionou ainda mais às críticas a essas agências. Além dos episódios relacionados às grandes corporações, as crises financeiras por parte dos emissores soberanos (caso argentino), foram a gota d'água para os críticos das CRA's. Apesar de até então não ter havido nenhum movimento de limitar a atuação das agências de classificação, o período de 2001 em diante marca claros reflexos na regulação da indústria do *rating*.

A partir de 2002, o Congresso norte-americano atuou de maneira mais recorrente na tentativa de regular, de fato, as CRA's. Por meio de sucessivas audiências, que contaram com a presença de especialistas da área, acadêmicos, representantes da imprensa especializada, assim como, de representantes das próprias agências de classificação, o Congresso ouviu e debateu sobre a situação financeira e da indústria do *rating*, e sobre a necessidade de mudanças na sua regulação. Resultados dessas audiências, surgiram diversos estudos sobre as agências de *rating* e sua função dentro dos mercados financeiros, sobre os impactos de suas ações (positivos e negativos), suas participações nos momentos de crise, e sobre o status da regulação e as possíveis medidas e mudanças a serem tomadas. Além disso, as audiências culminaram em diversas tentativas de mudança na legislação, muitas propostas, mas nem todas levadas a cabo.

Porém, focando na série de audiências que se sucederam de 2002 até 2006, evidentemente nenhum avanço havia ocorrido até então. Elas se limitaram a debater o papel das CRA's nos episódios de crise, a falta de regulação na indústria do *rating* e a “descoberta” do complexo sistema NRSRO. Foi somente em junho de 2005, na audiência focada em combater oligopólio dentro da indústria do *rating*, que começaram a se discutir uma legislação de fato. A proposta do Senador Michael Fitzpatrick, que tinha como foco garantir maior concorrência, responsabilidade e transparência, foi o impulso necessário sobre o que viria a ser a primeira legislação, de fato, a tentar regular as CRA's: o Credit Rating Agency Reform Act (CRARA). Sancionada em 2006, a lei assumiu a “importância nacional” das agências de classificação, porém, se limitou a melhorar a qualidade das classificações, promover maior transparência e melhorar a concorrência no setor de agências de classificação de crédito. Mesmo sendo um avanço, a lei não abordou uma questão fundamental: a utilização das classificações para fins regulatórios e a excessiva dependência do sistema financeiro norte-americano em relação a elas.

Apesar do processo de regulação no período de 2002 a 2006 ter tomado um caráter, ou ao menos se pretendia, mais intervencionista por parte do governo norte-americano, de fato, a

legislação pouco avançou. Com a crise de 2007/2008, a atenção do Congresso se voltou para compreender suas causas e impactos. Em 2007, o principal foco das audiências foi o de examinar o papel das CRA's na deflagração e expansão da crise. Além disso, ficou nítida a percepção de que a legislação aprovada em 2006, apesar de ter institucionalizado grande parte da atividade das agências de classificação, não teria representado uma limitação substancial às suas ações. Somente em 2008, o PWG atacou a raiz do problema: apontou que a excessiva dependência dos investidores em relação aos *ratings* de crédito contribuiu para a sua complacência sobre os riscos que eles estavam assumindo em busca de retornos mais altos. Consequentemente, recomendou-se a necessidade de tomar medidas mais assertivas como revisões de política e regulamentação de supervisão, incluindo requisitos de capital regulatório que usassem classificações.

A partir disso, surgiram os principais pontos relacionados a reconsiderar a ampla dependência das classificações de crédito na própria legislação norte-americana. O objetivo seria o de limitar o uso de classificações de crédito para fins de conformidade regulatória, deixando os investidores livres para usar classificações por seu valor informativo, em vez de simplesmente satisfazer um requisito regulatório. Consequentemente, isso impactaria a concorrência entre as agências de classificação, e a necessidade de se produzir classificações mais confiáveis e de melhor qualidade.

Durante esse período, em diversos momentos nas audiências realizadas pelo Congresso para discutir o tema, ficou claro que a regulação das agências de notação de crédito era insuficiente, ou mesmo, nula. O que havia de fato, era uma incorporação das CRA's nos processos de regulação do mercado financeiro. Porém, não havia qualquer constrangimento no que tange à atuação das agências, suas responsabilidades, seus limites de atuação, transparência, entre outros; muito menos havia, até então, uma resposta ao problema da concentração (oligopólio) que existia na indústria do *rating*. Frente a essa ausência de regulação, e após sucessivos impactos negativos gerados pelos momentos de crise, frequentemente associados às agências de classificação de crédito, o governo norte-americano tomou um outro tipo de postura ao (re) regular seu sistema financeiro. O importante não era mais, por meio da regulação, atrelar e utilizar as CRA's e suas classificações dentro da legislação financeira norte-americana, e sim, regular de outra forma, ou mesmo (re) regular as próprias agências e suas práticas dentro dos EUA.

A partir de 2009, com a contribuição das CRA's para a crise financeira bastante documentada, salientou-se o problema da existência de centenas de estatutos e regulamentos,

federais e estaduais, com requisitos específicos que determinariam certos graus das classificações das agências aprovadas, fornecendo um selo de aprovação aos investidores que reforçaria a crença de que qualquer investimento que alcance tal grau é um investimento seguro. Existia então, a necessidade de se reduzir tal dependência. A confiança excessiva do governo federal nas agências de classificação de risco, assim como sua inserção nas regulações federais, aumenta a percepção do mercado de que essas classificações são, de alguma forma, mais do que meras opiniões, sendo consideradas os melhores indicadores de risco.

Com o objetivo de enfrentar os problemas causados pela crise de 2007/2008, e alterar a estrutura dos mercados financeiros substancialmente, sancionou-se em 2010, a “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”. Especificamente, no subtítulo de nome “*Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies*”, o Congresso reafirmou a importância sistêmica das classificações de crédito e da confiança depositada nas suas classificações pelos investidores e reguladores financeiros. Salientou-se que as agências de classificação desempenhavam um papel crítico de “*gatekeeper*”, justificando uma supervisão pública e de prestação de contas. Ponto importante a ser ressaltado, é que para combater a excessiva dependência das agências de classificação nos mercados e, particularmente, em algumas instituições financeiras, a lei requisiu que as referências a esses *ratings* fossem realmente expurgadas, e que os reguladores apresentassem novos critérios para medir o risco que não estava necessariamente vinculado às agências de classificação.

Depoimento interessante foi o do senador Spencer Bacchus em audiência de 2011. Ele afirmou que enquanto a lei havia sido um passo importante para diminuir a dependência das classificações de crédito, em alguns casos, ela teria inconsistências em sua abordagem, como no caso da seção 939F, chamada de Emenda Franken. Para o senador, esta atuaria contra a própria Lei, reforçando a importância do *rating* de crédito, ao exigir que o governo estabelecesse um sistema para a SEC escolher uma agência de classificação para avaliar o produto financeiro estruturado de um emissor. De outro modo, atendendo a requisição feita pela lei, a SEC também procurou eliminar as referências às CRA’s nas suas regras a fim de reduzir a dependência das notações de crédito. Ela ainda propôs a remoção de várias referências a regras para as notações de crédito e a substituição de outras normas de solvabilidade, quando necessário. Segundo o professor White, os avanços, de fato, estariam nas seções 939 e 939A, que buscam remover as classificações instruindo as agências federais a revisar e modificar seus regulamentos de modo a remover qualquer referência ou exigência de confiança nas

classificações de crédito, e a substituir tais normas por critérios de credibilidade creditícia como apropriado.

Como argumentei anteriormente, essa (re) regulação pretendida pelo governo norte-americano tinha como intuito limitar a margem de atuação das agências. Apesar das intensas críticas dirigidas a elas, o Congresso, assim como diversos debatedores convidados a discutir sobre o assunto, reafirmaram a importância das CRA's em relação ao provimento, organização e interpretação de informações necessárias para reduzir a assimetria de informações e a incerteza existentes no mercado financeiro. Assim, tal processo de (re) regulação não teve como objetivo por fim, ou colocar as agências de classificação, à margem do sistema financeiro. Vendo os excessivos problemas causados pela ausência de regulação existente na indústria de classificação de crédito, o governo não viu outra alternativa a não ser o de tentar dar mais transparência, estabelecer limites de atuação, e abrir o segmento para mais participantes a fim de melhorar a qualidade e o compromisso das agências já estabelecidas.

Houve até mesmo uma tentativa de retirar as classificações de crédito dos mecanismos regulatórios norte-americanos. Apesar do esforço para se realizar tal tarefa, devido às inúmeras referências e utilizações dessas classificações na legislação americana, o processo não chegou a ter o fim esperado, sendo até mesmo deixado de lado. Entretanto, ao mesmo tempo que essas tentativas de implantar novas formas de regulação tinham como objetivo limitar o escopo de atuação das CRA's, esse processo na verdade impulsionou uma série de mudanças institucionais e políticas que asseguraram a tais agências a sua posição estabelecida como agentes importantes no SFI. Nesse caso, as agências de classificação, como atores privados, ainda continuam a moldar os mecanismos do sistema financeiro, não somente norte-americano mas, também, se disseminando pelo globo. O que continua acontecendo nada mais é que uma “terceirização da regulação”, ou seja, uma passagem da regulação do ator público para o ator privado.

Esse movimento de (re) regulação que perpassa as agências de classificação, se assemelha muito com o que Major (2012) chamou de uma realidade polanyana. Segundo o autor, tal realidade se configura com movimentos em direção à desregulamentação do mercado, mas que, necessariamente, exigem uma nova rodada de esforços regulatórios. Em uma tentativa de deslegitimar o controle estatal sobre os mercados financeiros, os adeptos do discurso da neoliberalização enfrentaram um dilema importante: como manter uma ordem mínima nos mercados financeiros globais à medida que a regulação por parte do Estado estava cada vez

mais sendo desacreditada (MAJOR, 2012). Foi no processo de (re) regulamentação do mercado financeiro por meio de uma despolitização que buscou-se resolvê-lo.

Métodos de gestão econômica complexos e tecnocráticos, isolando os mercados financeiros da pressão política pública (CARRUTHERS; BABB; HALLIDAY, 2001; PECK; TICKELL, 2002) foram cada vez mais ganhando força. A crescente ênfase na transparência da informação, da objetividade, da expertise e de “soluções técnicas” na estrutura reguladora global, foi importante para conduzir novos padrões de melhores práticas regulatórias e financeiras (BEST, 2010). Consequentemente, abordagens mais tecnocráticas relativas à regulamentação dos mercados financeiros blindam o sistema de governança do escrutínio do protesto político (PECK; TICKELL, 2007). Por outro lado, instituições como as CRA's são repositórios de dados do mercado financeiro, assim como, ferramentas analíticas necessárias para avaliar tais dados (MAJOR, 2012). Assim, a regulamentação tecnocrática reforça o papel dos agentes financeiros privados possibilitando aumento crescente do seu poder e influência para moldar órgãos reguladores globais (MAJOR, 2012; UNDERHILL; ZHANG, 2008).

Portanto, esses movimentos do processo de (re) regulamentação, que acabaram por reforçar o papel dos agentes privados no Sistema Financeiro Internacional, representam uma face, um momento, da neoliberalização. No caso das CRA's, devido à sua crescente importância para os mercados financeiros e, paralelamente, da exposição de seu papel em diversos momentos de crise, elas estão inseridas em tal processo com o objetivo de se manterem como peças chave no funcionamento e na governança do sistema financeiro. O auge do envolvimento das agências de classificação de crédito em um momento de crise foi durante a crise de 2007/2008 nos EUA. Apesar de já serem alvos de escrutínio por parte do governo norte-americano desde o início dos anos 2000, foi a partir desse evento que se acirraram as críticas e as tentativas de regulamentar sua atuação.

6 CONCLUSÃO

O desenvolvimento da indústria de classificação de crédito está intimamente ligado aos desenvolvimentos históricos pelos quais o Sistema Financeiro Internacional passou ao longo do século XX e início do XXI. Principalmente, está diretamente relacionado às mudanças ocorridas no mercado de divisas norte-americano em meados desde meados do século XIX. Como observei no segundo capítulo, o projeto de expansão dos EUA rumo ao oeste, impulsionado pelas empresas ferroviárias do país e sua necessidade crescente de capitais, só foi possível devido ao desenvolvimento de um mercado de divisas por parte dessas empresas. Tal solução, fundamental para suprir tal necessidade de capitais desse empreendimento, trouxe consigo a necessidade de fornecer informações relativas a essas companhias e sua capacidade financeira. Tal necessidade foi o motor do surgimento da embrionária indústria do *rating*, devido à demanda por mais informações independentes de terceiros para que os investidores pudessem pautar suas decisões sobre investimentos e preços.

O contexto de ampliação da economia norte-americana foi a condição de possibilidade para o surgimento dos serviços de classificação de crédito. Esta posição singular de expansão justifica, majoritariamente, o motivo pelo qual as principais e mais antigas agências de classificação de crédito serem norte-americanas de origem. Henry Poor não foi somente um dos primeiros a realizar publicações financeiras fornecendo informações sobre as empresas ferroviárias norte-americanas, como foi também, o pioneiro em unir os três tipos de instituições que anteriormente realizavam as funções que viriam a ser de responsabilidade das constituídas agências de classificação de crédito. De outro modo, apesar do surgimento das CRA's poderem ser creditadas às condições econômicas do país no período, o estabelecimento da indústria de classificação de crédito só possível através das condições favoráveis da economia internacional e do mercado financeiro pós-Primeira Guerra Mundial.

A partir desse período, os momentos de expansão e estagnação das agências de classificação de crédito foram ditados pelas mudanças que ocorreriam na economia e no SFI. Porém, apesar de parecer um movimento natural de reação aos movimentos do sistema internacional, paralelamente, um aspecto importante foi responsável por influenciar o estabelecimento das agências de classificação de crédito. A crescente utilização das classificações feitas pelas CRA's nos mecanismos regulatórios nacionais, principalmente, no norte-americano, gerou não só uma demanda “artificial” crescente pelos serviços dessas agências, como as garantiu como peças importantes para o funcionamento do SFI.

Como os Estados Unidos eram, e continuando sendo, o principal mercado financeiro mundial, estar encrustado em sua regulação é algo fundamental para sustentar a posição das principais CRA's no sistema financeiro. Tal atrelamento das classificações de crédito às regulações norte-americanas estão em todos os níveis, do local ao federal, do sistema financeiro ao educacional. Consequentemente, isso gerou uma intensa dependência tanto dos atores públicos, quanto privados, das agências de classificação de crédito. Se a condição para entrar e/ou participar do mercado financeiro norte-americano é possuir uma determinada classificação de crédito de um seleto número de agências, isso torna não somente os agentes financeiros norte-americanos reféns das CRA's mas, também, agentes externos que atuam e comercializam no mercado financeiro norte-americano. Devido à posição dos EUA no Sistema Financeiro Internacional, uma dependência sua perante às CRA's implica, portanto, uma certa dependência internacional para com tais agências.

Ainda no capítulo 2, mostrei que os eventos de crise proporcionaram questionamentos relativos à atuação das agências de classificação de crédito, assim como sua funcionalidade no sistema. No primeiro capítulo, aponte as diversas funções econômicas que a literatura aponta em relação ao papel exercido pelas CRA's no mercado. Parte-se do pressuposto de que as agências de classificações são instituições influentes que impactam na própria sobrevivência dos investidores, influenciando tanto no seu acesso aos mercados de financiamento, quanto nos custos de financiamento. Porém, existe um intenso debate sobre seu real valor informacional. Consequentemente, foram os recorrentes momentos de crise, desde meados da década de 90, que impulsionaram as intensas críticas às agências, assim como, sobre a falta de regulação da própria indústria do *rating*.

Mesmo diante de diversas críticas e questionamentos acerca de suas atuações, e até mesmo, de seu valor informacional, governos nacionais e diversos atores que atuam no mercado financeiro assumiram a importância que as CRA's exerciam sobre o sistema. Portanto, eles consideraram que as agências possuíam a capacidade de influenciar o mercado, suas opiniões, assim como suas classificações, sendo assim, importantes para a própria estabilidade financeira. Concomitantemente, cresceu a preocupação de tais atores em regular, de maneira mais ostensiva, a indústria de classificação de crédito. A chamada “onda de reação regulatória”, foi um processo de sucessivas tentativas de recrudescimento da legislação financeira visando limitar a atuação das agências de classificação de crédito, e reduzir a dependência em relação a elas.

Em relação ao panorama apresentado sobre o desenvolvimento da indústria do *rating*, três aspectos foram fundamentais para sustentar meus questionamentos. Primeiramente, o progressivo aumento da utilização das classificações de crédito para fins regulatórios e sua importância na expansão e garantia de ainda mais a autoridade às agências de classificação. Segundo aspecto, nos principais momentos em que as agências de classificação foram testadas, nos períodos de crise, surgiram, por parte das autoridades reguladoras, a preocupação relativa à necessidade de mudanças na regulação da indústria do *rating*, e até mesmo, da real necessidade de serem utilizadas pelos mecanismos de regulação. E, por último, o desenvolvimento de uma série de discussões e tentativas de regular as agências, que culminaram em mudanças e/ou novas legislações com o intuito de regular o que até então “não era regulado”.

Refletindo acerca desses três aspectos, me deparei durante a pesquisa com um fato específico de onde surgiria meu problema de pesquisa. Mesmo diante das diversas críticas que foram ganhando força durante o final dos anos 90, e início dos anos 2000, assim como da “onda regulatória” que tomava o sistema financeiro norte-americano com vista a limitar a atuação das CRA’s, suas receitas até 2007/2008, nunca haviam sofrido quedas. O ponto de inflexão desse movimento foi o período de deflagração da crise do *subprime*. Como mencionei, as agências de classificação foram diversas vezes diretamente apontadas como culpadas pela crise, senão, pela projeção que ela tomou. Durante esse período, as críticas se tornaram ainda mais tenazes e as tentativas de regulá-las ganharam ainda mais fôlego. Tal episódio evidenciou a necessidade de se impor limites e responsabilidade às CRA’s.

Fato interessante desse ponto de inflexão foi que, apesar de terem sofrido quedas em suas receitas no período de 2007 a 2009, dependendo de cada caso, as agências de classificação prontamente retomaram seu crescimento a níveis anteriores à crise de 2007/2008, ou mesmo, um crescimento superior a esses anos. Suas receitas, assim como sua participação e influência nos mercados financeiros internacionais, vêm crescendo a cada ano. Foi a partir desse fato que surgiu o principal questionamento que motivou este trabalho: Por que as mudanças regulatórias propostas, e até mesmo, postas em prática, não foram suficientes para conter a influência, assim como a dependência, do mercado financeiro norte-americano em relação as CRA’s?

Para tentar responder a esta questão, dividi minha pesquisa em dois grandes momentos. Como mencionei anteriormente, o estabelecimento da indústria do *rating* está intimamente associado às mudanças ocorridas no SFI. Principalmente, foi a partir da década de 70, que as CRA’s retomaram seu crescimento e se estabeleceram como atores importantes para o sistema

financeiro. Compreendendo que esse período de ascensão das agências de classificação se relaciona diretamente com o período de surgimento e expansão das políticas neoliberais internacionalmente, tentei analisar como se deu tal relação. Portanto, nesse primeiro momento, me voltei para a literatura sobre o neoliberalismo como pano de fundo para entender o quanto o pensamento e as práticas neoliberais foram importantes para influenciar a dinâmica dos mercados financeiros, e consequentemente, das CRA's.

O segundo momento a que me refiro, está relacionado ao movimento regulatório que tomou conta do sistema financeiro norte-americano desde os anos 90, mas que teve seu ápice, na crise de 2007/2008. Comungando com a literatura que aponta os problemas de se utilizar as classificações de crédito para fins regulatórios como, por exemplo, o da excessiva dependência das CRA's, analisei os principais gargalos existentes nas diversas tentativas de se regular as agências de *rating*. Analisando as comissões, relatórios, audiências e leis que tinham como intuito regular, dar mais transparência e responsabilidade, ou mesmo limitar, a atuação das agências, notei que um dos grandes problemas relacionados a essa regulação, era a dependência criada devido à utilização das classificações na regulação nacional, especificamente, nos EUA. Portanto, meu objetivo era compreender e evidenciar se realmente o aumento da regulação sobre as CRA's estava sendo efetivo ou não.

Foi no encontro de ambos os momentos que me deparei com uma literatura que poderia me auxiliar a responder tal questionamento. Ao observar que, ao mesmo tempo que o avanço na regulação não conseguia de fato limitar a atuação das CRA's, e que sua expansão seguia crescente, os próprios reguladores norte-americanos compreendiam que elas eram atores importantes no sistema financeiro, como engrenagens do próprio sistema. Na verdade, as regulações tomavam caminhos para dar mais transparência, garantir a qualidade das classificações e aumentar a concorrência na indústria do *rating*, e não mais o de limitar a participação das agências. Foi nesse momento que me deparei com a ideia de que o processo de regulamentação, ao invés de limitar suas atuações e as responsabilizarem por elas, foi o motor de novas mudanças institucionais e políticas que permitiram a tais agências a sua manutenção como agentes importantes no SFI.

Para corroborar com minha hipótese de que tais mudanças na regulação norte-americana estariam não mais servindo para limitar a atuação das agências de classificação, mas sim, auxiliando ainda mais no processo de imbricação dessas agências nos mecanismos regulatórios do sistema financeiro, recorri à interpretação de Jamie Peck sobre o neoliberalismo. Tal interpretação me possibilitou compreender o neoliberalismo para além de um conjunto de

políticas constituído de estratégias pró-mercado, um “estado final” e estático. Compreendendo o neoliberalismo como um processo historicamente específico e instável de transformação sócio espacial voltado para o mercado, que gradualmente muda e se reestrutura. Tal interpretação me auxiliou a compreender a “onda regulatória” ao qual foram submetidas as agências de classificação de crédito, como uma etapa do programa neoliberal pautado em uma (re) rotulação de seus discursos e de uma reinvenção institucional. Portanto, essa reinvenção institucional acabou por impor uma reestruturação regulatória com o objetivo de manter as agências como engrenagens do sistema financeiro, porém com uma indústria mais “transparente” e aberta à concorrência.

Apesar da “onda regulatória” ter sido uma clara reação ao fracasso e as falhas das CRA’s em agir nos momentos de crise, o governo norte-americano sabia da sua importância tanto para os investidores, quanto para seu próprio sistema financeiro. Como apontei anteriormente, o próprio programa neoliberal abarca uma série de estratégias para a atuação estatal pró-ativa visando remodelar as relações da economia em torno de um diferente grupo de interesses. Portanto, apesar de ter ficado evidente que o excesso de dependência em relação às classificações de crédito tenha sido consequência direta da progressiva utilização delas nos mecanismos regulatórios, era interessante para o mercado financeiro norte-americano que as agências de classificação se mantivessem como atores importantes no SFI. Desse modo, apesar do aumento e do recrudescimento da legislação relacionada às CRA’s, ela se limitou a gerar soluções alternativas que garantissem uma maior “transparência” nos processos e na concorrência, mas sem limitar sua atuação de fato.

Por fim, permanecesse uma pergunta: a Dodd Frank Act não recomendou que fossem retiradas as classificações de crédito das regulações nacionais? De fato, no texto da *Public Law 111–203* existe a recomendação para que progressivamente os reguladores nacionais retirem as classificações de créditos dos seus mecanismos. Porém, como já afirmei anteriormente, são centenas de regulações, de diversos níveis e segmentos, já estruturados com a utilização das classificações de crédito. Tal processo continua não só incompleto como, também, a própria supervisão da SEC e do Congresso norte-americano é ineficaz e pouco efetiva⁴⁶.

⁴⁶ Sobre a efetividade da regulação norte-americana em relação às agências de classificação de crédito, ver: Joffe (2018); Partnoy (2017); Rivlin; Soroushian (2017).

REFERÊNCIAS

- ABDELAL, R. **Capital rules**: The construction of global finance. Cambridge: Harvard University Press, 2007.
- AKERLOF, G. "The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism", **Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v.84, n.3, p. 488-500, 1970.
<https://doi.org/10.2307/1879431>
- ASHCRAFT, A B.; SCHUERMANN, T. Understanding the securitization of subprime mortgage credit. **Foundations and Trends in Finance**, Hanover, v. 2, n. 3, p. 191-309, 2006.
<https://doi.org/10.1561/05000000024>
- BAER, M. et al. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 4, n. 1, p. 79-126, 1995.
- BAHENA, A. **What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?**. Global Money, the Good Life, and You. Understanding the Local Impact of International Financial Institutions. Mar., 2010. No prelo.
- BANNIER, C. E.; HIRSCH, C. W. The economic function of credit rating agencies—What does the watchlist tell us?. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 34, n. 12, p. 3037-3049, Dec. 2010. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.07.002>
- BELLUZZO, L. G. M. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados "globalizados". **Economia e sociedade**, Campinas, v. 4, n. 1, p. 11-20, 1995.
- BELLUZZO, L.G.M. 1997. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M.C. e FIORI, J.L. (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 151-194.
- BEST, J. "The Limits of Financial Risk Management: Or, What We Didn't Learn from the Asian Crisis", **New Political Economy**, New York, v.. 15, n. 1, p. 29-49, 2010.
<https://doi.org/10.1080/13563460903553582>
- BHATIA, A. V. Sovereign credit ratings methodology: an evaluation. **IMF Working Paper**. International Monetary Fund, n. 02/170, p. 1-60, 2002.
- BOLTON, P.; FREIXAS, X.; SHAPIRO, J. The credit ratings game. **The Journal of Finance**, New Jersey, v. 67, n. 1, p. 85-111, 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01708.x>
- BOOT, A.; MILBOURN, T.; SCHMEITS, A. Credit ratings as coordination mechanisms. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 19, n. 1, p. 81-118, 2005.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhj009>
- BONE, R. B. Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica. **Perspectiva Econômica**, São Leopoldo, v. 2, n. 1, p. 46-67, 2006.

BRENNER, N.; PECK, J.; THEODORE, N. Variegated neoliberalization: geographies, modalities, pathways. **Global networks**, Oxford, v. 10, n. 2, p. 182-222, 2010.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?. **Novos Estudos-CEBRAP**, São Paulo, n. 86, p. 51-72, 2010.

BRUNER, C. M.; ABDELAL, R.. To judge Leviathan: sovereign credit ratings, national law, and the world economy. **Journal of Public Policy**, Cambridge, v. 25, n. 2, p. 191-217, 2005. <https://doi.org/10.1017/S0143814X05000292>

BURGIN, A. **The great persuasion**: Reinventing free markets since the depression. Cambridge: Harvard University Press, 2012. <https://doi.org/10.4159/harvard.9780674067431>

CALABRIA, M.; EKINS, E. Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies. **Policy Analysis**: Cato Institute, Washington, n. 704, 2012.

CANUTO, O; JÚNIOR, R. R. F. Assimetrias de informação e ciclos econômicos: Stiglitz é keynesiano?. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 2, p. 7-42, 1999.

CANUTO, O. A crise asiática e seus desdobramentos. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p. 25-60, 2000.

CANUTO, O.; DOS SANTOS, P.; DE SÁ PORTO, P. Macroeconomics and sovereign risk ratings. **Journal of International Commerce, Economics and Policy**, New Jersey, v. 3, n. 02, p. 1-25, 2012. <https://doi.org/10.1142/S1793993312500111>

CANTOR, R.; PACKER, F. Determinants and impact of sovereign credit ratings. **Economic policy review**, New York, v. 2, n. 2, p. 37-54, 1996.

CANTOR, R.; MANN, C. Analyzing the Trade off between Ratings Accuracy and Stability. *The Journal of Fixed Income*, London, v. 16, n.4, p. 60-68, 2006. <https://doi.org/10.3905/jfi.2007.683318>

CARCANHOLO, M. et al. Crise Financeira Internacional: natureza e impacto. In: WANSETT, R.; FURTADO, F. (org). **Caderno de Estudo sobre a Dívida**, São Paulo, n. 2, p. 197-234, 2008.

CARLSON, M.; HALE, G. B. Rating agencies and sovereign debt rollover. **Topics in Macroeconomics**, v. 6, n. 2, p. 1-30, 2006. <https://doi.org/10.2202/1534-5998.1375>

CARRUTHERS, B.; BABB, S.; HALLYDAY, T. Institutionalizing Markets, or the Market for institutions?. In: CAMPBELL, J. L.; PEDERSEN, O. K. (ed.). **The rise of neoliberalism and institutional analysis**. Princeton: Princeton University Press, 2001. p.113-119.

CHESNAIS, F. **Finance Capital Today**: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump. Boston; Brill, 2016. <https://doi.org/10.1163/9789004255487>

CINTRA, M. A. M.; e CAGNIN, R. F. “Evolução da estrutura e dinâmica das finanças norte-americanas”. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 296-338, 2007.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. A crise financeira e o global shadow banking system. **Novos estudos-CEBRAP**, São Paulo, n. 82, p. 35-55, 2008.

CLAUS, I., & GRIMES, A. "Asymmetric Information, Financial Intermediation and the Monetary Transmission Mechanism: A Critical Review", **NZ Treasury Working Paper**, Wellington, n. 13/019, 2003.

COUTINHO, L.; BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 7, p. 129-54, 1996.

DEATS, C. Talk that isn't cheap: Does the First Amendment protect credit rating agencies' faulty methodologies from regulation?. **Columbia Law Review**, v. 110, n. 7, p. 1818-1864, 2010.

DEB, P. et al. Whither the Credit Ratings Industry? **Financial Stability Paper**, Bank of England, London, n. 9, p. 1-22, 2011.

DE HAAN, J.; AMTENBRINK, F. Credit Rating Agencies. **De Nederlandsche Bank Working Paper**, Netherlands, n. 278, p. 1-37, 2011.

DITTRICH, F. **The credit rating industry**: competition and regulation. Cologne: University of Cologne, 2007.

DIMARTINO, D.; DUCA, J. V. "The rise and fall of subprime mortgages". Federal Reserve Bank of Dallas, **Economic Letter**, Dallas, v. 2, n. 11, p. 17, nov., 2007.

EICHENGREEN, B. História e reforma do sistema monetário internacional. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 4, n. 1, p. 53-78, 1995.

ELKHOURY, M. Credit rating agencies and their potential impact on developing countries. In: UNITED NATIONS (UN). **UNCTD Compendium on Debt Sustainability**. n.186, Geneva: United Nations, 2009. p. 165-180.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M.. Informação dos investidores: classificação de riscos, contabilidade e conflitos de interesses. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 23, n. 2, p. 761-786, 2002.

FARHI, M.; CINTRA, M. A. M. A arquitetura do Sistema Financeiro Internacional contemporâneo. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, nº 3, pp. 274-294, 2009. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572009000300017>

FARHI, M. et al. A crise e os desafios para a nova arquitetura financeira internacional. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 135-138, 2009.

FERREIRA, V. C. Sistema Financeiro Internacional: fracassos e necessidade de reestruturação macroeconômica. **Revista Aurora**, São Paulo, v. 5, n. 2, p. 157-168, 2012.

FERRI, G.; LIU, L. G.; STIGLITZ, J. E. The procyclical role of rating agencies: Evidence from the East Asian crisis. **Economic Notes**, New York, v. 28, n. 3, p. 335-355, 1999. <https://doi.org/10.1111/1468-0300.00016>

TURNER, A. **The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis**. London: Financial Services Authority, p. 1-126, 2009.

FINANCIAL STABILITY FORUM (FSF). **Report of the financial stability forum on enhancing market and institutional resilience**. Basel. p. 1-70, 2008.

FIORI, J. L. Globalização, hegemonia e império. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L (org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**, Petrópolis: Vozes, 1997. P. 87-147

FITCH RATINGS. **Ratings Definitions**, New York, p. 1-60, 2017.

FOX, J. **The myth of the rational market: A history of risk, reward, and delusion on Wall Street**. New York: Harper Business, 2009.

FREITAS, M. C. P.; CINTRA, M. A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 3, p. 414-433, 2008. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572008000300003>

FRIEDMAN, T. L.; “**Free Market Society**”, Transcript of interview between David Gergen and Thomas L. Friedman. Public Broadcasting Service, February, 1996.

FROST, C. Credit rating agencies in capital markets: A review of research evidence on selected criticisms of the agencies. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, Thousand Oaks, v. 22, n. 3, p. 469-492, 2007. <https://doi.org/10.1177/0148558X0702200306>

GARLIPP, J. R.D. **Economia Desregrada: Marx, Keynes e Polanyi e a Riqueza no Capitalismo Contemporâneo**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade de Campinas, Campinas, 2001.

GONTIJO, C. Raízes da crise financeira dos derivativos subprime. **Texto para discussão**, Belo Horizonte, UFMG-Cedeplar, n. 342, p. 1-38, 2008.

GONZALEZ, F. et al. Market dynamics associated with credit ratings: a literature review. **Financial Stability Review**, Frankfurt, n. 4, p. 53-76, 2004.

GREENWALD, B. C., STIGLITZ J. E., WEISS, A. Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. **American Economic Review**, Nashville, v. 74, n. 2, p. 194-355, 1984.

GREENWALD, B. C.; STIGLITZ, J. E. Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets. **Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 101, n. 2, p. 229-64, 1986. <https://doi.org/10.2307/1891114>

HARPER, S. Credit rating agencies deserve credit for the 2007-2008 financial crisis: An analysis of CRA liability following the enactment of the Dodd-Frank Act. **Washington and Lee Law Review**. Lexington, v. 68, n. 4, p. 1925, 2011.

HARRINGTON, W. **Ex-Moody's analyst: 'By 2006 it was toxic everywhere'**. Interview with Joris Luyendijk. The Guardian. New York. Dez. 17, 2012. Disponível em: <

<https://www.theguardian.com/commentisfree/2012/dec/17/ex-moodys-analyst-william-harrington>>. Acesso em: 24 de nov. 2018.

HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s**. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

HILL, C. A. "Regulating the Rating Agencies". **Washington University Law Quarterly**. Washington, v. 82, n. 1, p. 43–94, 2004.

HILL, C. A. Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?'. **University of Pittsburgh Law Review**, Pittsburgh, v. 71, n. 3, p. 585-608, 2009.
<https://doi.org/10.5195/LAWREVIEW.2009.148>

HILL, C. A. Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform. **Chapman Law Review**, v. 15, n. 1, p. 133-148, 2011.

HUNT, J. P. Credit Rating Agencies and the worldwide Credit Crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement. **Columbia Business Law Review**. New York, v. 2009, n. 1, p. 109-209, 2009.

IOANNOU, S. The Political Economy of Credit Rating Agencies: The Case of Sovereign Ratings. **PhD thesis**. Leeds: University of Leeds, 2016.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). The uses and abuses of sovereign credit ratings. In: **Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity**. Washington: International Monetary Fund. p. 85-119, 2010.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Report on the Activities of Credit Rating Agencies**. Technical Committee. Madrid, p. 1-20, 2003a.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies**. Technical Committee. Madrid, p. 1-4, 2003b.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products**. Final Report. Madrid, n. 01/13, p. 1-31, 2013.

JOFFE, M. **Unfinished Business: Despite Dodd-Frank, Credit Rating Agencies Remain the Financial System's Weakest Link**. Washington DC. Fev. 27, 2018. Disponível em: <https://reason.org/wp-content/uploads/2018/02/dodd-frank-credit-rating-agencies-system-weak-link.pdf>. Acesso em: 22 de Nov. de 2018.

JUNIOR, G.; TEIXEIRA FILHO, E. As Origens e Desdobramentos da Crise do Subprime. In: FERREIRA, F.; MEIRELLES, B. (Org.) **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2009. p. 287-318.

KAMINSKY, G.; SCHMUKLER, S. Rating agencies and financial markets. In: LEVICH, R.; MAJNONI, G.; REINHART, C. (Ed.) **Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System**. Boston: Springer, 2002. p. 227-249. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0999-8_15

KATZ, J.; MUNOZ, E.; STEPHANOU, C. Credit rating agencies: No easy regulatory solutions. **Crisis Response**. Washington DC: World Bank, n.8, 2009.

KERWER, D. Credit Rating Agencies and the Governance of Financial Markets. In: 11th **“Annual Meeting of the “Society for the Advancement of Socio-Economics”**, Madison, p. 1-18, 1999. No prelo.

KERWER, D. Standardizing as governance: The case of credit rating agencies. In: HÉRITIER, A (Ed) **Common Goods: Reinventing European and International Governance**, Maryland: Rowman & Littlefield Publishers, 2001. p. 293-315.

KERWER, D. Holding global regulators accountable: the case of credit rating agencies. **Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions**, Malden, v.18, n. 3, p. 453–475, 2005. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0491.2005.00284.x>

KIFF, J.; NOWAK, S. B.; SCHUMACHER, L. B. Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings. **IMF Working paper.**, Washington: International Monetary Fund, n. 12/23, p. 1-34, 2012.

KING, M. R.; SINCLAIR, T. J. Private actors and public policy: a requiem for the new Basel Capital Accord. **International Political Science Review**, London, v. 24, n. 3, p. 345-362, 2003. <https://doi.org/10.1177/0192512103024003004>

KLEE, K. N.; BUTLER, B. C. Asset-backed securitization, special purpose vehicles and other securitization issues. **Uniform Commercial Code Law Journal**, St. Paul, v. 35, n. 2, p. 23-68, 2002.

KRÄUSSL, R. Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises?. **Journal of Financial Stability**, Amsterdam, v. 1, n. 3, p. 355-385, 2005.

KRUGMAN, P. **Ideological Ratings**. The New York Times, New York, Nov. 8, 2013. The Opinion Pages. Disponível em < <https://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/08/ideological-ratings/>>. Acesso em: 24 de nov. 2018.

LANGOHR, H.; LANGOHR, P. **The rating agencies and their credit ratings: what they are, how they work, and why they are relevant**. Sussex: John Wiley & Sons, 2008.

LYNCH, T. Deeply Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment. **Case Western Reserve Law Review**, Cleveland. v. 59, n.2, p. 227-304, 2009.

MAJOR, A. Neoliberalism and the new international financial architecture. **Review of International Political Economy**, London, v. 19, n. 4, p. 536-561, 2012. <https://doi.org/10.1080/09692290.2011.603663>

MARANDOLA, G.; SINCLAIR, T. Credit rating agencies: a constitutive and diachronic analysis. **Sheffield Political Economy Research Institute Paper**, Sheffield, n. 16, 2014.

MATHIS, J.; MCANDREWS, J.; ROCHET, J.. Rating the raters: are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?. **Journal of monetary economics**, Amsterdam, v. 56, n. 5, p. 657-674, 2009.

MISHKIN, F. S. Over the cliff: From the subprime to the global financial crisis. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 25, n. 1, p. 49-70, 2011.
<https://doi.org/10.1257/jep.25.1.49>

MOODY'S INVESTORS SERVICE (Moody's). **Rating Symbols and Definitions**. New York, p. 1-40, 2017.

MORA, N. Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt?. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 30, n. 7, p. 2041-2062, 2006.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.05.023>

MUSSA, A. et al. Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem. **FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão**, Franca, v. 11, n. 1, p. 5-17, 2008.

PARTNOY, F. The Siskel and Ebert of financial markets: Two thumbs down for the credit rating agencies. **Washington University Law Quarterly**, Washington, v. 77, n. 3, p. 619-714, 1999. <https://doi.org/10.2139/ssrn.167412>

PARTNOY, F. The paradox of credit ratings. In: LEVICH, R.; MAJNONI, G.; REINHART, C. (Ed.) **Ratings, rating agencies and the global financial system**. Boston: Springer, 2002. p. 65-84. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0999-8_4

PARTNOY, F. How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. **Research Paper**. University of San Diego, San Diego, n. 07-46, p. 59-102, 2006.

PARTNOY, F. What's (Still) Wrong with Credit Ratings. **Washington Law Review**, Washington DC, v. 92, n. 17-285, p. 1407-1472, 2017.

PAUDYN, B. Credit rating agencies and the sovereign debt crisis: Performing the politics of creditworthiness through risk and uncertainty. **Review of International Political Economy**, London, v. 20, n. 4, p. 788-818, 2013. <https://doi.org/10.1080/09692290.2012.720272>

PAULANI, L. M. The crisis of the finance-led: regime of accumulation and the situation of Brazil. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 23, n. 66, p. 25-39, 2009.
<https://doi.org/10.1590/S0103-40142009000200003>

PECK, J. Geography and public policy: constructions of neoliberalism. **Progress in human geography**, Thousand Oaks, v. 28, n. 3, p. 392-405, 2004.

PECK, J. **Constructions of neoliberal reason**. Oxford: Oxford University Press, 2010.

PECK, J.; THEODORE, N. Variegated capitalism. **Progress in human geography**, Thousand Oaks, v. 31, n. 6, p. 731-772, 2007.

PECK, J.; THEODORE, N.; BRENNER, N. Neoliberal urbanism: Models, moments, mutations. **SAIS Review of International Affairs**, Baltimore, v. 29, n. 1, p. 49-66, 2009. <https://doi.org/10.1353/sais.0.0028>

PECK, J.; TICKELL, A. Jungle law breaks out: neoliberalism and global-local disorder. **Area**, London, v. 26, n.4, p. 317-326, 1994.

PECK, J.; TICKELL, A. Neoliberalizing space. **Antipode**, Nova Jersey, v. 34, n. 3, p. 380-404, 2002.

PECK, J.; TICKELL, A. Conceptualizing neoliberalism, thinking Thatcherism. In: LEITNER, H.; PECK, J.; SHEPPARD, E. S. (ed.). **Contesting neoliberalism: Urban frontiers**, New York: The Guilford Press, 2007. p. 25-51.

PEREIRA, E.; DA CRUZ URPIA, A. Hipótese dos mercados eficientes vis-à-vis incerteza, convenção e especulação: por uma mudança de paradigma nos mercados financeiros.

Pesquisa & Debate: Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, São Paulo, v. 22, n. 1, p. 135-155, 2011.

PINTO, A. Control and responsibility of credit rating agencies in the United States. **The American Journal of Comparative Law**, Oxford, v. 54, n. 1 (Suppl), p. 341-356, 2006. <https://doi.org/10.1093/ajcl/54.suppl1.341>

REINHART, C. M. Default, currency crises, and sovereign credit ratings. **The World Bank Economic Review**. Washington, v. 16, n. 2, p. 151-170, 2002a. <https://doi.org/10.3386/w8738>

REINHART, C. M. Sovereign credit ratings before and after financial crises. In: LEVICH, R.; MAJNONI, G.; REINHART, C. (ed.). **Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System**. Boston: Springer, 2002b, p. 251-268. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0999-8_16

REISEN, H.; VON MALTZAN, J. Boom and bust and sovereign ratings. **International Finance**, Oxford, v. 2, n. 2, p. 273-293, 1999. <https://doi.org/10.1111/1468-2362.00028>

RHEE, Robert J. On duopoly and compensation games in the credit rating industry. **Northwestern University Law Review**, Chicago, v. 108, n.1, p. 85-137, 2014.

RUDDEN, R. **Evolution of Credit Ratings**. Caribbean Information & Credit Rating Services Limited (CariCRIS), p. 1-2, 2005. No prelo.

RIVLIN, A.; SOROUSIAN J. **Credit rating agency reform is incomplete**. Report. Washington, DC. March, 2017. Disponível em: <https://www.brookings.edu/research/credit-rating-agency-reform-is-incomplete/>. Acesso em: 22 de Nov. de 2018.

RYAN, J. The Negative Impact of Credit Rating Agencies and Proposals for Better Regulation. Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP). **Working Paper 1**, Berlin, 2012.

SAAD-FILHO, A.; JOHNSTON, D. From Washington to Post-Washington Consensus: Neoliberal Agendas for Economic Development. In: SAAD-FILHO, A.; JOHNSTON, D. (Ed.) **Neoliberalism: A critical reader**. London: Pluto Press, 2005. p. 113-120.

SANGIORGI, F. et al. The economics of credit rating agencies. **Foundations and Trends in Finance**, Hanover, v. 12, n. 1, p. 1-116, 2017. <https://doi.org/10.1561/05000000048>

SCHWARCZ, S. L. The role of rating agencies in global market regulation. In: FERRAN, E.; GOODHART, C. A. E. (Ed.). **Regulating financial services and markets in the twenty first century**. Oxford: Hart publishing, 2001,. p. 297-310.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). Concept Release n. 33-8236; 34-47972; 26066; File No. S7-12-03. **Rating Agencies and the Use of Credit Ratings Under the Federal Securities Laws**. Federal Register, Washington DC, v. 68, n. 113, p. 35258-35264, 2003a.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Report on the role and function of credit rating agencies in the operation of the securities markets**: As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, Washington DC, 2003b.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations**: As Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006, Washington DC, dec., 2017.

SELIG, K. Greed, Negligence, or System Failure ? Credit Rating Agencies and the Financial Crisis. **Case Study**. Duke University: Kenan Institute for Ethics, Durham, p. 1-13, 2011.

SINCLAIR, T. Between state and market: Hegemony and institutions of collective action under conditions of international capital mobility. **Policy sciences**, Boston, v. 27, n. 4, p. 447-466, 1994a.

SINCLAIR, T. Passing judgement: credit rating processes as regulatory mechanisms of governance in the emerging world order. **Review of international political economy**, London, v. 1, n. 1, p. 133-159, 1994b.

SINCLAIR, T. **The new masters of capital**: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness. Ithaca: Cornell University Press, 2005.

SINCLAIR, T. J. Round up the usual suspects: blame and the subprime crisis. **New Political Economy**, New York, v. 15, n. 1, p. 91-107, 2010.
<https://doi.org/10.1080/13563460903553657>

SMITH, R. C.; WALTER, I. Rating agencies: is there an agency issue?. In: LEVICH, R.; MAJNONI, G.; REINHART, C. (Ed.) **Ratings, rating agencies and the global financial system**. Boston: Springer, 2002, p. 289-318. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0999-8_18

SOROUSIAN, J. Credit Ratings in Financial Regulation: What's Changed Since the Dodd-Frank Act?. **Brief Series**. Office of Financial Research. Washington DC. p. 1-6, 2016.

SOUDIS, D. Credit Rating Agencies and the IPE: Not as influential as thought?. **Review of International Political Economy**, London, v. 22, n. 4, p. 813-837, 2015.
<https://doi.org/10.1080/09692290.2014.957234>

STAIKOURAS, P. K. A theoretical and empirical review of the EU regulation on credit rating agencies: in search of truth, not scapegoats. **Financial Markets, Institutions & Instruments**, New York, v. 21, n. 2, p. 71-155, 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0416.2012.00172.x>

STANDARD & POOR'S GLOBAL RATINGS (S&P). **S&P Global Ratings Definitions**, New York, p. 1-50, 2017.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American economic review**, Nashville, v. 71, n. 3, p. 393-410, 1981.

SY, A. Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises?. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 28, n. 11, p. 2845-2867, 2004. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.012>

SY, A. The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets. **IMF Working Paper**. n. 09/129, p. 1-37, 2009.

SYLLA, R. An historical primer on the business of credit rating. In: LEVICH, R.; MAJNONI, G.; REINHART, C. (Ed.) **Ratings, rating agencies and the global financial system**. Boston: Springer, 2002. p. 19-40. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0999-8_2

TAVARES, M.C. A retomada da hegemonia norte-americana. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J. L. (Org.) **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997. p.24-54.

TAVARES, M.C. e MELIN, L.E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L. (Org.) **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 55-86.

UNDERHILL, G. Keeping governments out of politics: transnational securities markets, regulatory cooperation, and political legitimacy. **Review of International Studies**, London, v. 21, n. 3, p. 251-278, 1995. <https://doi.org/10.1017/S0260210500117681>

UNDERHILL, G. R. D.; ZHANG, X. Setting the rules: private power, political underpinnings, and legitimacy in global monetary and financial governance. **International Affairs**, London, v. 84, n. 3, p. 535-554, 2008. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2346.2008.00723.x>

UNITED STATES OF AMERICA. U.S Senate and House of Representatives. Public Law 107-204, 116 Stat. 745, **Sarbanes-oxley Act**. Washington DC, 2002.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate Committee On Governmental Affairs. Report nº 107-75. **Financial Oversight Of Enron: THE SEC AND PRIVATE-SECTOR WATCHDOGS**. Washington DC, 2002.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate Committee On Governmental Affairs. Hearing nº 107-471. **Rating The Raters: ENRON AND THE CREDIT RATING AGENCIES**. Washington DC, 2002.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House Of Representatives Subcommittee On Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Of The Committee On Financial Services. Hearing nº 108–18. **Rating the rating agencies: the state of transparency and competition**, Washington DC, 2003.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House Of Representatives Subcommittee On Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Of The Committee On Financial Services. Hearing nº 108-110. **The Ratings Game: Improving Transparency and Competition Among The Credit Rating Agencies**. Washington DC, 2004.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate Committee On Banking, Housing, and Urban Affairs. Hearing nº 109-465. **Examining The Role Of Credit Rating Agencies In The Capital Markets**. Washington DC, 2005.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate House Of Representatives Subcommittee On Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Of The Committee On Financial Services. Hearing nº 119-14. **Reforming credit rating agencies: the SEC's need for statutory authority**. Washington DC, 2005.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House Of Representatives Subcommittee On Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Of The Committee On Financial Services. Hearing nº 109-42. **Legislative Solutions For The Rating Agency Duopoly**. Washington DC, 2005.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate Committee On Banking, Housing, And Urban Affairs. Hearing nº 109-997. **Assessing The Current Oversight And Operations Of Credit Rating Agencies**. Washington DC, 2006.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S Senate and House of Representatives. Public Law 109-546. **Credit Rating Agency Duopoly Relief Act of 2006**. Washington DC, 2006.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S Senate and House of Representatives. Public Law 109-291, 120 Stat. 1327. **Credit Rating Agency Reform Act of 2006 (CRARA)**. Washington DC, 2006. Disponível em: <https://www.congress.gov/109/plaws/publ291/PLAW-109publ291.pdf>. Acesso em: 22 de nov. 2018.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate and House of Representatives. Report 109–326. **Credit Rating Agency Reform Act of 2006**. Washington DC, 2006.

U.S SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Final Rule n. 34-55857; File No. S7-04-07. **Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations**. Federal Register, v. 72, n. 116, p. 33564-33636, 2007.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate Committee On Banking, Housing, And Urban Affairs. Hearing nº 110-931. **The Role And Impact Of Credit Rating Agencies On The Subprime Credit Markets**. Washington DC, 2007.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House Of Representatives Subcommittee On Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Of The Committee On Financial

Services. Hearing n° 110-62. **The Role Of Credit Rating Agencies In The Structured Finance Market.** Washington DC, 2007.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate Committee On Banking, Housing, And Urban Affairs. Hearing n° 110-182. **Turmoil in U.S. Credit Markets: The Role Of Credit Rating Agencies.** Washington DC, 2008.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House of Representatives Committee On Oversight and Government Reform. Hearing n° 110-155. **Credit Rating Agencies and The Financial Crisis.** Washington DC, 2008.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Department of Treasury: President's Working Group on Financial Markets. **Policy Statement on Financial Market Developments.** Washington DC, 2008.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House Of Representatives Subcommittee On Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Of The Committee On Financial Services. Hearing n° 111-33. **Approaches to Improving Credit Rating Agency Regulation.** Washington DC, 2009.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate Committee On Banking, Housing, And Urban Affairs. Hearing n° 111-341. **Examining Proposals to Enhance The Regulation of Credit Rating Agencies.** Washington DC, 2009.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House of Representatives Committee On Oversight and Government Reform. Hearing n° 111-45. **Credit Rating Agencies and the Next Financial Crisis.** Washington DC, 2009.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House Of Representatives Subcommittee On Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises Of The Committee On Financial Services. Hearing n° 111-82. **Reforming Credit Rating Agencies.** Washington DC, 2009.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S Senate and House of Representatives. Public Law 111-203, 124 STAT. 1376. **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.** Washington DC, 2010.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate Committee On Banking, Housing, And Urban Affairs. Hearing n° 111-673. **Wall Street and The Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies.** Washington DC, 2010.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House of Representatives Subcommittee On Oversight and Investigations of The Committee of Financial Services. Hearing n° 112-51. **Oversight of The Credit Rating Agencies Post-Dodd-Frank.** Washington DC, 2011.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Senate Committee On Banking, Housing, And Urban Affairs. Hearing n° 113-3. **Wall Street Reform: Oversight Of Financial Stability and Consumer and Investor Protections.** Washington, 2013.

UTZIG, S. The financial crisis and the regulation of credit rating agencies: A European banking perspective. **ADB working paper series**. Asian Development Bank Institute (ADB), No. 188, Tokyo, p. 1-22, 2010.

WHITE, L. The credit rating industry: An industrial organization analysis. In: LEVICH, R.; MAJNONI, G.; REINHART, C. **Ratings, rating agencies and the global financial system**. Boston: Springer, 2002. p. 41-63. https://doi.org/10.1007/978-1-4615-0999-8_3

WHITE, L. J. The credit-rating agencies and the subprime debacle. **Critical Review**, New York, v. 21, n. 2-3, p. 389-399, 2009. <https://doi.org/10.1080/08913810902974964>

WHITE, L. J. Markets: The credit rating agencies. **The Journal of Economic Perspectives**. Michigan, v. 24, n. 2, p. 211-226, 2010a.

WHITE, L. J. Credit-rating agencies and the financial crisis: less regulation of CRAs is a better response. **Journal of international banking law**, London, v. 25, n. 4, p. 170-195, 2010b.

WHITE, L. J. Credit rating agencies: An overview. **Annual Review of Financial Economics**. Palo Alto, v. 5, n. 1, p. 93-122, 2013. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110112-120942>

WHITE, L. Credit Rating Agencies: An Analysis Through the Lenses of Industrial Organization, Finance and Regulation. **Pacific Economic Review**, Milton (Australia), v. 21, n. 2, p. 202-226, 2016. <https://doi.org/10.1111/1468-0106.12164>