

# ***Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica***

Rosemarie Bröker Bone\*

*Title: Sovereign and Corporate Ratings: Mechanisms, Foundations and Critical Analysis*

## **RESUMO**

Um *rating* é uma avaliação feita por agências de classificação sobre a capacidade e determinação de uma empresa ou governo em honrar os seus compromissos de dívida. A partir dos anos 90, o *rating* tornou-se uma condição indispensável para que empresas e países tenham acesso ao mercado financeiro internacional. O presente trabalho procura esclarecer vários aspectos que cercam o processo de classificação de países e empresas, partindo da documentação das agências de classificação *Standard & Poor's* e *Moody's*, dentro de uma metodologia teórico-analítica. Também, mostra a relação existente entre o *rating* soberano e corporativo e as razões que levam ao rompimento do teto soberano. As agências de classificação emitem os *ratings* com a certeza de que estão disponibilizando ao mercado das informações relevantes e, possivelmente, privilegiadas dos emitentes de dívida no que diz respeito à sua capacidade e habilidade de pagar os compromissos financeiros dentro do prazo. Todavia, especialistas e pesquisadores, onde se destaca Partnoy, têm criticado as agências alegando que os *ratings* não são informativos, pois apenas refletem o risco de mercado e não possuem capacidade de antever crises e agravam as já existentes. Apesar das inúmeras críticas, as agências de *rating* ainda detêm forte poder sobre os emitentes de dívida, uma vez que a SEC mantém a exigência de classificação para a inserção no mercado financeiro americano.

Palavras-chave: agência de *rating*, *rating* soberano e corporativo, teto soberano.

## **ABSTRACT**

Ratings are evaluations made by rating agencies of a company's or government's ability and willingness to honor their debt obligations. Since the 1990s the rating has become an indispensable requirement for companies and countries to have access to the international financial markets. This paper clarifies several aspects related to the classification process on the basis of the documentation provided by *Standard & Poor's* and *Moody's* and adopts a theoretical-analytical methodology. It also shows the relationship between sovereign and corporate ratings and the reasons that lead to the surpassing of the sovereign ceiling. The agencies issue ratings assuming that they are making available to the market relevant and possibly privileged information on the debt issuers' ability to make the payments in due time. However, experts and researchers such as F. Partnoy have criticized the rating agencies claiming that the ratings are not informative, since they only reflect the current market risk, are not capable of forecasting crises

---

**Recebido em 16.12.2005. Aceito em 21.01.2006**

\* Professora adjunta da Escola Politécnica DEI/CT/Poli da Universidade Federal do Rio de Janeiro, End. Prédio do Centro de Tecnologia, Bloco A 2º andar, Cidade Universitária, Rio De Janeiro, RJ, Brasil Cep. 21.945 – 970. E-mail: rosebone@terra.com.br ou rosebone@ind.uftj.br

and just worsen the already existing ones. Nevertheless, ratings are still important due to the regulatory requirements by the SEC.

Key words: rating agency, sovereign and corporate rating, sovereign ceiling

*JEL Classification:* G2, G3, G15

## **Introdução**

As agências de *rating* se apresentam como empresas independentes de quaisquer interesses, quer por parte de governos ou de empresas privadas. De acordo com *Standard & Poor's* (2002a, p. 3), essa característica lhes permite ter estes princípios: independência, objetividade, credibilidade e liberdade de divulgação de avaliações com relação à qualidade de crédito dos emitentes e emissões de dívida. Em virtude das recomendações da *Securities and Exchange Commission* (SEC), os *ratings* dos emitentes de dívida são importantes e necessários para a inserção no mercado internacional.

As principais agências de *rating* em nível mundial são a *Standard & Poor's* e a *Moody's Investor Service*, que juntas somam mais de 80% do mercado mundial (Afonso, 2002)<sup>1</sup>. Essas agências iniciaram as atividades nos EUA e, recentemente, nos demais mercados. A *Moody's* fez as primeiras classificações em 1909. Seus clientes iniciais foram as empresas de ferrovias dos Estados Unidos, seguidas das indústrias em geral e companhias de utilidade pública. Próximo aos anos 20, a agência classificou dívidas de cidades americanas e de municípios daquele país. Somente mais tarde, voltou-se para os países e regiões de mercados financeiros maduros, como a Europa e a Austrália (Moody's, 1999a).

Nos últimos anos, como o desenvolvimento de novos produtos financeiros<sup>2</sup>, as agências têm procurado aumentar a sofisticação dos critérios e da metodologia dos *ratings* de crédito. Contudo, o *rating* é apresentado como uma opinião sobre a qualidade de crédito de um tomador de recursos – emitente de dívida – ou dele com respeito a uma obrigação financeira – emissão de dívida específica (Standard & Poor's, 2002a). Para a *Moody's* (1999a, p. 5), o *rating* constitui-se em “[...] uma opinião sobre a capacidade futura, a responsabilidade jurídica, e a vontade de um emitente de efetuar, dentro do prazo, pagamentos do principal e juros de um título específico de renda fixa [...]” Em virtude dessa definição, a agência tem alertado para o fato de que o *rating*

não é uma recomendação de compra ou venda ou indicação de investimento para um investidor específico – apesar de parecer o contrário. Mais ainda, o *rating* não foi concebido para avaliar outros riscos que possam estar envolvidos nos investimentos em renda fixa, como o risco de perda de valor de mercado de um título mobiliário, decorrente de variações cambiais, de juros ou da quitação do principal antes do seu vencimento. Então, o *rating* é somente mais um fator de decisão de investimento. E, neste caso, as agências aconselham os investidores a examinar, com suas próprias fontes informacionais, os valores mobiliários e as obrigações de dívida que desejam comprar ou vender (Moody's, 1999a, p. 13; Standard & Poor's, 2002a).

Inicialmente, as agências classificavam somente *debt securities*, mas hoje o *rating* é dirigido tanto para o emitente como para a emissão de uma obrigação financeira específica. As emissões específicas são classificadas conforme o prazo do instrumento de captação de recursos – em curto e longo prazo –, por exemplo: certificados de depósitos, empréstimos bancários sindicalizados, debêntures, *commercial paper*, etc. Os *ratings* de emitentes podem ser de curto e longo prazo e referem-se ao crédito soberano, corporativo<sup>3</sup> e de contrapartes (*counterparty*). Muitas vezes, os *ratings* de curto prazo são vistos como indicadores da qualidade do crédito dos emitentes com relação às futuras dívidas de longo prazo. Em função dessa característica dual do *rating* de curto prazo, ele passa a ser uma referência a mais para o investidor de longo prazo. As dívidas caracterizadas como de médio prazo são endereçadas para o *rating* de longo prazo.

Após as últimas crises financeiras internacionais, muitas críticas foram dirigidas às agências de *rating*, com o propósito de saber quais as verdadeiras variáveis relevantes no processo de classificação. Isso porque o processo tem sido obscuro para o mercado. Mais especificamente, vários analistas afirmam que as mudanças ocorrem às avessas à tendência observada nos fundamentos macroeconômicos e à situação financeira das empresas. Em outras palavras, as agências têm alongado as crises e pouco previsto as mesmas, o que é sinal de fragilidade informacional (Ferri, Liu e Stiglitz, 1999).

Para alcançar o objetivo deste trabalho, que é esclarecer os vários aspectos que cercam o processo de classificação de países e empresas, bem como a relação entre eles e o rompimento do teto soberano, o trabalho será dividido em quatro seções, além da introdução e conclusão: a)

*ratings* – visão geral; b) *ratings* soberanos e os fundamentos macroeconômicos; c) *ratings* corporativos e os indicadores econômicos, financeiros e administrativos; d) o rompimento do teto soberano; e) o papel dos *ratings* para o mercado e críticas sobre o seu papel.

### ***Ratings* – visão geral**

O *rating* de crédito soberano ou *rating* soberano<sup>4</sup> considera a qualidade do crédito do governo nacional de honrar as suas dívidas em moeda doméstica e estrangeira<sup>5</sup>. É um risco geral, similar ao risco sistemático, enfrentado pelas instituições domiciliadas no país. Contudo, o *rating* soberano não capta os riscos que se aplicam ao setor privado e às empresas de infra-estrutura. Nesse caso, as agências de *rating* incorporam o risco econômico ou risco-país no processo de avaliação do *rating* corporativo, pois pode interferir na qualidade de crédito da empresa emitente. Então, o risco-país aplicado ao *rating* corporativo tem como objetivo medir o impacto de políticas econômicas implementadas pelo governo nacional sobre o ambiente financeiro e comercial do emitente corporativo (Standard & Poor's, 2002d).

O *rating* corporativo ou empresarial, por sua vez, é uma opinião sobre a capacidade de pagamento de empresas emitentes de dívida. Quando existem contrapartes, o *rating* dessas instituições é parte integrante do processo de emissão do *rating* corporativo da empresa sob análise. Esse procedimento tem como intuito permitir a inferência sobre a capacidade de pagamento das contrapartes nos momentos de crise financeira do mercado ou da empresa analisada. Entretanto, não é somada ao *rating* corporativo, a capacidade das seguradoras<sup>6</sup>, dos avalistas ou outras empresas, somente para que seja melhorado o *rating*. Por outro lado, os *ratings* corporativos não se aplicam às dívidas específicas, pois não consideram a natureza e as provisões dessas dívidas, nos casos de falência ou liquidação, o estatuto da contraparte ou as possibilidades de execução da obrigação. Em virtude dessas características, o *rating* corporativo não é uma recomendação de compra, venda ou qualquer outro ato, uma indicação de preço de mercado ou informações direcionadas especificamente para determinados investidores (Standard & Poor's, 2002b).

As agências, ao analisarem a qualidade do emitente ou da emissão, baseiam-se em informações disponibilizadas pelas próprias empresas ou por outras fontes reconhecidas. Em

virtude dessa prática, os *ratings* podem ser mudados, suspensos ou retirados da lista de *rating* da agência. Esse último é, geralmente, resultado de mudanças radicais na empresa ou falta de informações sobre a saúde dela.

### **Escalas de *rating***

Os *ratings* são expressos por símbolos. Esses símbolos são idênticos para emitentes e emissões de dívida. As definições de cada símbolo são similares às que expressam os riscos de *default*, ou seja, a probabilidade de não pagamento do principal e juros da dívida. Em outras palavras, mostra a capacidade e boa vontade do emitente de encontrar *funding* nos termos da dívida a ser paga. Também pode ser entendido como uma proteção no caso de falência, reorganização da empresa e rearranjo, sempre obedecendo à lei de falência ou outras leis do país domicílio, que podem afetar os direitos dos credores.

Inicialmente, as leis de regulação dos mercados bancários, de seguros, poupança e de empréstimos usavam as definições de *investment grade – speculative grade – default grade* para indicar a qualidade dos instrumentos analisados. Mais tarde, o mercado passou a incorporar essas definições para os títulos de dívida como um todo. Aproveitando essa divisão, a *Standard & Poor's* (2002a, p. 7-8) e *Moody's* dividem os seus *ratings* em categorias, vide Quadro 1: (a) grau de investimento; (b) grau especulativo; (c) grau de *default* ou *junk bond*; (d) outros.

Em função dessa divisão, os investidores vêm preferindo as dívidas pertencentes ao grau de investimento como forma de melhor se proteger do risco de não pagamento do principal e dos juros. Entretanto, aqueles mais propensos ao risco costumam optar pelas dívidas classificadas no grau especulativo, porque teoricamente possuem um maior retorno<sup>7</sup>. A *Standard & Poor's* incorpora os sinais mais (+) ou menos (-), para mostrar a relatividade da nota dentro de cada categoria. A *Moody's*, por sua vez, difere as categorias por letras maiúsculas/minúsculas e números seqüências.

Quadro 1 Ordenamento dos *ratings* de crédito de longo prazo e equivalência das escalas utilizadas pela Standard & Poor's e Moody's

Grau	Escola <i>Moody's</i>	Escola <i>Standard &amp; Poor's</i>	Interpretação
Investimento	Aaa	AAA	A capacidade do emitente de honrar os compromissos financeiros da dívida é extremamente forte.
	Aa1	AA+	A capacidade do emitente de honrar os compromissos financeiros da dívida é muito forte.
	Aa2	AA	
	Aa3	AA-	
	A1	A+	A dívida é mais suscetível aos efeitos adversos de mudanças na conjuntura econômica, do que as categorias com <i>rating</i> AAA ou AA.
A2	A		
A3	A-		
Especulativo	Baa1	BBB+	A dívida exibe parâmetros adequados de proteção. Contudo, mudanças na conjuntura econômica podem levar o emitente a não honrar os compromissos financeiros da dívida.
	Baa2	BBB	
	Baa3	BBB-	
Especulativo	Ba1	BB+	A dívida está exposta às adversidades econômicas, financeiras e comerciais, que podem levar o emitente a ter pouca capacidade em honrar os compromissos financeiros da dívida.
	Ba2	BB	
	Ba3	BB-	
	B1	B+	A dívida está mais exposta às adversidades econômicas, financeiras e comerciais, que provavelmente prejudicarão a capacidade e boa vontade do emitente de honrar os compromissos financeiros da dívida.
B2	B		
Default	Caa1	CCC+	A dívida é dependente de condições econômicas, financeiras e comerciais favoráveis. O emitente, provavelmente, não tem capacidade de honrar os compromissos financeiros da dívida.
	Caa2	CCC	
	Caa3	CCC-	
	Ca	CC	A dívida é altamente vulnerável às possibilidades de não pagamento dos compromissos
	C	C	A dívida encontra-se em situação de pedido de falência ou ação similar por parte do emitente.
	-	D	As dívidas encontram-se em situação de inadimplência ou o emitente decretou sua falência.
Outros	-	DS	A dívida pertence a um emitente que não pagou uma ou mais de suas dívidas, com ou sem <i>rating</i> .
	-	E	As dívidas não são classificadas, por que os emitentes não disponibilizam as informações necessárias para o estabelecimento do seu <i>rating</i> , dentro de um período mínimo exigido.

Fonte: Elaboração do autor baseada em BIS (2001), Standard & Poor's (2003) e Moody's (2003).

## Rating soberano

O *rating* soberano mostra a capacidade futura e a disposição dos governos nacionais de honrar os seus compromissos financeiros. Mais especificamente, pagarem o serviço da dívida pontualmente e integralmente (Standard & Poor's, 2002c). A capacidade futura de um governo é determinada fixando-se um horizonte de cinco (5) anos e usando-se o pior dos cenários para um conjunto de fatores previamente selecionados.

As reavaliações dos *ratings* são realizadas a cada nova informação e projeção do governo e de outros organismos independentes. Então, examinando essas informações no que concerne às finanças públicas, dívida externa, crescimento econômico, risco político, entre outras variáveis, as agências têm condições de mostrar os prováveis desdobramentos futuros dos *ratings*

soberanos em moeda doméstica e estrangeira. Então, os riscos de crédito dos governos nacionais não incorporam os riscos de outros emitentes e emissões privados.

O processo de avaliação do *rating* soberano engloba tanto variáveis qualitativas como quantitativas. As variáveis qualitativas podem ser resumidas no risco político e se referem: (a) estabilidade e legitimidade das instituições políticas; (b) participação popular nos processos políticos; (c) probidade da sucessão das lideranças; (d) transparência nas decisões e objetivos da política econômica; (e) risco geopolítico; (f) outros (caso necessário).

Como variáveis quantitativas, encontram-se diversas medidas de desempenho econômico e financeiro, apesar do julgamento sobre a integridade dos dados ser subjetivo, como salientado anteriormente. Em função dessa subjetividade, as agências não têm apresentado uma fórmula exata para o processo de *rating* soberano. Isso quer dizer que as variáveis de desempenho econômico-financeiro e de risco político são inter-relacionadas e os respectivos pesos não são fixos entre países, nem ao longo do tempo. Se o risco econômico está ligado à capacidade do governo de pagar os seus compromissos pontualmente e tem como determinantes as variáveis quantitativas e qualitativas, o risco político refere-se à disposição do governo em pagar as suas dívidas e de zelar pela estabilidade política interna. Pode-se dizer que a disposição em pagar as dívidas está relacionada ao perfil de governo, processo de estabilidade econômica e as relações com os credores internos e externos.

### **Fundamentos soberanos: risco econômico e político**

O risco político é visto como um fator importante, na medida em que mostra a transparência das instituições políticas e, mais precisamente, quais os parâmetros frequentemente usados na formulação de políticas econômicas e no conserto dessas políticas.

Para as agências de *rating*, os indicadores de risco econômico são estes: a) Estrutura Econômica e Perspectivas de Crescimento Econômico; b) Flexibilidade Fiscal; c) Endividamento do Governo Soberano; d) Estabilidade Monetária; e e) Liquidez Externa e Dívida Externa, como discutem *Standard & Poor's* (2002c).

## ***Rating corporativo***

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

As agências de classificação *Standard & Poor's* (2002a) e *Moody's* (2001b; 2003a) constroem vários indicadores quantitativos e qualitativos como forma de melhor captar o desempenho das empresas no curto e longo prazo<sup>8</sup> e de como é administrada a empresa, respectivamente. Esses indicadores podem ser considerados dentro de uma estrutura de análise de pirâmide. O processo para a determinação do *rating* corporativo reúne os analistas da agência de *rating* com a administração da empresa, e compreende um “procedimento longo e detalhado”, conforme *Moody's* (1999b).

## ***Especificidades dos ratings corporativos***

As informações para o processo de *rating* são divididas em quantitativas e qualitativas, como mencionado anteriormente. As informações quantitativas contemplam as análises financeiras disponíveis nos Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras; podendo ser requeridos maiores detalhamentos, quando necessários. Por outro lado, as informações qualitativas dizem respeito aos fundamentos da empresa, que se desdobram em: (a) perspectivas de crescimento; (b) vulnerabilidade frente às mudanças tecnológicas; (c) distúrbios no mercado de trabalho; (d) ações regulatórias (*Standard & Poor's*, 2002a, p. 5). A reputação da empresa é importante no processo de avaliação, porque interfere diretamente na performance financeira no presente e futuro e na habilidade em pagar as dívidas.

Essas informações são revistas periodicamente pelas agências, representadas por um “grupo de analistas interdisciplinares” (*Standard & Poor's*, 2002a, p. 5), juntamente com os administradores da empresa. Nessa ocasião, ocorre a avaliação do perfil administrativo e dos resultados operacionais obtidos em períodos anteriores e suas perspectivas. O período das revisões pode ser antecipado caso ocorra algum evento que possa afetar diretamente o ambiente interno e externo da empresa ou a emissão de um novo lote de ações ou de título de dívida.

No caso de descontentamento por parte de empresas, vários procedimentos podem ser adotados para uma reavaliação. Quando o descontentamento é com relação ao *rating* soberano, a possibilidade de revisões é mais remota.

### **Estrutura de análise dos *ratings* corporativos**

As análises de empresas para a determinação do *rating* corporativo são realizadas obedecendo a uma pirâmide. Os primeiros indicadores a serem analisados são os fundamentos macroeconômicos – a base da pirâmide; segundo, os fundamentos setoriais – meio da pirâmide; terceiro, os da própria empresa – topo da pirâmide. Esse método de análise, que parte do geral para o específico, é conhecido como método *bottom-up*<sup>9</sup>.

A análise macroeconômica – base da pirâmide – se divide nos ambientes econômico e político do país. Para a análise do setor – meio da pirâmide –, as agências de *rating* observam o grau de competitividade no setor e o *market share* das empresas no mercado global ao longo do tempo.

No topo da pirâmide é contemplada a posição da empresa neste mercado global, cuja análise é dividida em quantitativa e qualitativa. A quantitativa diz respeito diretamente aos indicadores de performance financeira no curto e longo prazo, quais sejam: cobertura financeira, estrutura de capital e medidas de lucratividade (avaliação dos negócios). Já a análise qualitativa refere-se ao perfil administrativo, subdividida em coerência administrativa e razoável controle do ambiente externo (Moody's, 1999b, p. 10). Outros indicadores são adicionados aos acima citados, quando o setor possui particularidades não contempladas pela maioria (p. ex.: indústria química e petrolífera).

### **Ultrapassando o teto soberano em moeda doméstica e estrangeira**

Tradicionalmente, o teto soberano é definido como o limite máximo que o *rating* de empresas privadas, públicas e garantidas pelo governo pode alcançar para dívidas em moeda doméstica e estrangeira. Isto pode ser um problema para empresas lucrativas de um país com *rating* abaixo do *investment grade*. O teto soberano para a moeda estrangeira reflete a capacidade

do emitente de gerar recursos em moeda estrangeira ou ter acesso a estes recursos, a fim de pagar as dívidas, mesmo sob um controle cambial<sup>10</sup>. Este teto é usualmente o próprio *rating* soberano nesta moeda. A razão para isso é apontada pela *Moody's* (1999a), a partir do seguinte entendimento: um governo nacional tem mais habilidade em mobilizar ativos em moeda estrangeira, dentro do próprio domínio, quando comparado a qualquer outra instituição domiciliada no país. Por sua vez, o teto para a moeda doméstica está condicionado ao grau de impedimento ao acesso à moeda (por exemplo, *corralito* argentino/2001).

A despeito da metodologia do teto soberano, as últimas crises financeiras de governos soberanos desenvolvidos e emergentes têm gerado pressões para a revisão da metodologia do teto soberano. Assim, as agências têm procurado melhorar a avaliação considerando a capacidade e independência dos emitentes privados em relação às políticas praticadas pelo governo do país de domicílio.

A *Standard & Poor's* tem afirmado que o uso do termo “teto soberano” (*sovereign ceiling*) é incorreto, porque traz uma imagem enganosa da qualidade de crédito dos emitentes de dívida privados. Então, a *Standard & Poor's* vem atribuindo *ratings* aos emitentes privados “[...] avaliando o impacto do risco soberano sobre a qualidade de crédito de cada emitente e como ele pode afetar a capacidade desse emitente em cumprir com as suas obrigações, segundo as condições de um determinado instrumento de dívida [...]” (2002a, p. 1). Em virtude dos entendimentos errôneos por parte do mercado, a *Standard & Poor's* (2002a) procura esclarecer a relação existente entre o *rating* soberano e o corporativo de emitentes domiciliados no país, mostrando que, quando o país enfrenta dificuldades ou está em situação de *default*, a probabilidade de aumentar as dificuldades para os demais emitentes privados situados no país também aumenta. Então, existe um forte vínculo entre os *ratings*. Contudo, esse vínculo pode ser diferente para as dívidas em moeda doméstica e estrangeira.

Para a *Moody's* (2002a), o entendimento de teto possui algumas particularidades que diferem da *Standard & Poor's*. Para ela, os *ratings* de dívidas do governo soberano em moeda estrangeira servem de teto para os *ratings* de dívidas em moeda estrangeira de emitentes privados domiciliados no referido país. Os fundamentos para a fixação do teto em moeda estrangeira

baseiam-se nos riscos de Transferência & Conversibilidade (T&C) de moeda estrangeira para todos os emitentes nacionais. Ou seja, o teto soberano refere-se ao fato do governo, em momentos de crise da dívida externa, deter o poder de impedir a saída de moeda estrangeira, inclusive o pagamento de dívidas externas privadas. Entretanto, a experiência vivida pela *Moody's*, nos últimos anos, tem mostrado que a política de teto soberano deve ser revista, em virtude da atual rigidez imposta aos domiciliados no país<sup>11</sup>.

Nos últimos anos, muitos governos soberanos sob forte crise financeira decretaram moratória do pagamento da dívida em moeda doméstica e estrangeira. Entretanto, esse *default* por parte do governo não gerou pressão sobre os setores privados, para que também tivessem as suas dívidas não pagas<sup>12</sup>. Ou seja, a relação existente até então entre o *rating* soberano e os corporativos foi modificada, porque, apesar do ambiente hostil enfrentado por esses emitentes, eles não foram contaminados pela moratória soberana. Em outras palavras, os governos preferiram não implementar o controle cambial como forma de evitar a saída de divisas e, assim, possibilitar a continuidade do pagamento das dívidas em moeda estrangeira para os demais emitentes. Essa decisão tem, implicitamente, o entendimento de que muitos emitentes podem pertencer a uma classe privilegiada, caracterizada pelo seu porte expressivo, reconhecimento internacional quanto ao acesso ao mercado de capitais e cuja possibilidade de *default* causaria fortes danos à economia nacional.

Os danos à economia podem estar relacionados ao significativo crescimento do setor privado em muitos países, mas principalmente devido ao forte impacto de uma moratória conjunta – pública e privada – sobre os credores domésticos e internacionais. Então, de acordo com as agências de *rating*, a prática tem levado o governo soberano, em momentos de crise financeira, a evitar o controle cambial e uma conseqüente moratória aos demais emitentes de dívida sob sua jurisdição<sup>13</sup>. Essa nova realidade vem fazendo com que as agências avaliem os emitentes de dívida sob dois cenários: (a) moratória conjunta e (b) moratória somente do governo soberano. Em cada cenário, o risco-país exerce poder diferenciado sobre o emitente não governamental. No primeiro caso, o risco é, na maioria das vezes, superior ao do cenário B; contudo, os emitentes com características excepcionais podem ultrapassar o *rating* soberano em moeda estrangeira, quando a moratória é somente do governo soberano.

Os impactos do risco-país sobre a qualidade de crédito dos emitentes privados do país podem ser dos mais variados. Pode-se começar pelos fatores específicos que dizem respeito à capacidade dos emitentes privados pagarem integralmente e pontualmente a sua dívida, mais os riscos de uma intervenção governamental, usando o controle cambial ou a moratória conjunta da dívida. Em outras palavras, os *ratings* soberanos e corporativos consideram as variáveis relacionadas ao ambiente econômico, político, social e as relações comerciais do país com o resto do mundo (Standard & Poor's, 2002a).

Os fatores relacionados com a capacidade dos emitentes privados de ultrapassarem o teto soberano em moeda estrangeira são (Moody's, 2002a Standard & Poor's, 2002a, 2002c) estes: i) emitente com significativo percentual de ativos e de negócios fora do país de domicílio – conhecido como diversificação geográfica; ii) controladora prestando apoio financeiro e garantias para o emitente de dívida, além do habitual suporte financeiro externo – por exemplo: financiamento bancário externo; iii) probabilidade de moratória exclusiva do governo soberano; iv) acesso às fontes de financiamento externo para aquisição de moeda estrangeira sem possibilidades de intervenção governamental (exportação e importação de bens e serviços e obtenção de empréstimos); v) emitentes de dívida domiciliados em países dolarizados – por exemplo: Argentina e Uruguai até 2001 – ou pertencentes a uma união monetária cujo Banco Central do Bloco Econômico possui um *rating* superior ao do país, por exemplo: União Monetária Européia. vi) expressivas melhorias estruturais específicas à emissão de dívida.

A conjunção desses fatores tem ajudado os emitentes privados a obterem *ratings* corporativos acima dos respectivos soberanos e não participarem de moratória conjunta. Alguns casos especiais podem ser vistos nos mercados emergentes, apesar de apresentarem constantemente instabilidade econômica e política. Para os emitentes privados desses mercados, a política de teto soberano aplicado pelas agências ainda é muito rígida. As agências apontam como causas para essa rigidez a grande incerteza quanto à condução da política econômica e as suas repercussões nos setores produtivos e no ambiente social.

A despeito da incerteza inerente aos emergentes, a moratória da dívida externa soberana, nos últimos anos, tem tido repercussões modestas sobre os *ratings* corporativos de emitentes

privados do país. Isso tem sido endereçado à expectativa das agências e do mercado, quanto às reformas estruturais – tributária, previdenciária, trabalhista, financeira, etc. – e ao cunho liberal implementado nas décadas de 80 e 90, com amplo apoio do FMI (Standard & Poor's, 2002a, p. 2).

## O papel dos *ratings* para o mercado

Para o mercado existe um problema sério entre tomadores e emprestadores. Por um lado, os tomadores – empresas – gostariam de receber as melhores taxas de juros ao pedir empréstimos ou na emissão de títulos de dívida. Por outro lado, os poupadores desejam a certeza de que terão a totalidade dos montantes investidos.

Paralelamente à dualidade de interesses, as regras de divulgação de balanços para as empresas de capital aberto tentam forçá-las a revelarem a sua real lucratividade. Todavia, não só os balanços não trazem dados sobre a lucratividade futura, como esta lucratividade depende de estratégias e ações das empresas que não podem ser divulgadas, por questão de competição empresarial. Logo, a presença de informação assimétrica faz com que as empresas não tenham incentivos para divulgarem os seus problemas financeiros ou de lucratividade, também, para não serem penalizadas na captação de recursos (*moral hazard*).

As agências de *rating* entram na relação tomador/emprestador como uma terceira pessoa, que irá ter acesso aos dados, possivelmente sigilosos do tomador – empresa. Assim, ela se dispõe a fazer uma avaliação independente da probabilidade de pagamento dos recursos captados<sup>14</sup>.

O argumento principal do mercado sobre as agências de *ratings* é de que elas vão refletir sobre a realidade financeira da empresa. Logo, as agências não têm incentivos em maquiagem a situação financeira futura da empresa tomadora de recursos, pois se a indicação de *rating* for errada (p. ex.: um *rating investment grade* quando a empresa não possui condições de pagar as dívidas), o mercado não irá demandar mais os seus serviços, levando-a à falência<sup>15</sup>. Em outras palavras, o *rating* vale apenas quando é crível. Assim, uma agência de *rating* se financia cobrando o custo de elaboração do *rating*.

Um outro argumento importante do mercado para o *rating* se deve aos custos informacionais. Os analistas financeiros delegam às agências de *rating* a avaliação de empresas e a emissão de opinião sobre a lucratividade futura dos tomadores de recursos. Isso é devido à impossibilidade de acompanhar satisfatoriamente, a um custo razoável, o desenvolvimento de todas as empresas emittentes de títulos de dívida e ações. Neste caso, os custos do processamento das informações sobre emittentes são sintetizados no *rating* e rateados entre os vários analistas financeiros.

De acordo com Cantor e Packer (1994), era desta forma que as agências de *rating* se financiavam até os anos 70. Com o aumento da velocidade de processamento, difusão das informações pela microeletrônica e o caráter de bem público da informação, a demanda por relatórios de empresas produzidos pelas agências de *ratings* caiu expressivamente. Em seu lugar, as agências passaram a dar ênfase à cobrança de serviços. Atualmente, a *Moody's* e a *Standard & Poor's* cobram as indicações de *rating* dos emittentes de dívida.

O terceiro argumento do mercado para a existência de *ratings* está relacionado ao caráter de síntese da informação disponível sobre a futura qualidade de crédito da empresa emittente, de modo simples e compreensível por todos. As agências de *rating* teriam o poder de equalizar as informações disponíveis e, com isso, atrair os investidores menos experientes ou com menos recursos para a coleta e processamento de informações. Esses investidores são caracterizados como potenciais demandantes dos títulos de dívida ou ações das empresas com *rating* (Boot e Milbourn, 2002).

### **Críticas sobre o papel dos *ratings***

Muitas são as críticas às agências de *rating*, mas as mais ferrenhas apontam para a inutilidade dos serviços oferecidos por elas, como segue. Conforme Partnoy (1999; 2002), pode-se apontar dois grandes problemas dos *ratings* soberanos e corporativos: o primeiro problema é baseado em trabalhos da literatura. Para o autor acima, os *ratings* não possuem conteúdo informacional. Ou seja, as mudanças de *ratings* ocorrem contemporaneamente às mudanças de *spread* de títulos de dívida; contudo, esta correlação não implica uma causalidade., ou seja, a

causalidade é reversa, onde o mercado percebe a queda na qualidade de crédito da empresa, da mesma forma e intensidade que a agência de *rating*

Assim, quando é indicado um *downgrade*, as informações do mercado já apontavam para esta queda<sup>16</sup>. Em suma, não há “capital reputacional” nos *ratings*. Segundo, conforme entendimentos do mercado, o custo de uma perda do “capital reputacional” pode ser elevado, principalmente nos EUA, se a indicação de *ratings* errados fossem passíveis de processos civis por perdas e danos. Todavia, como as agências de *ratings* explicitam em seus documentos de divulgação, “[...] um *rating* de crédito é a opinião sobre a qualidade de crédito de um tomador, ou a qualidade de crédito de um tomador com respeito a um título de dívida particular ou outra obrigação financeira, baseado nos fatores de risco relevantes. Um *rating* não constitui uma recomendação para compra, venda ou posse de um título particular. Em adição, um *rating* não comenta a conveniência de um investimento para um investidor particular [...]”<sup>17</sup> (Standard & Poor’s, 2002a, p. 3). O caráter opinativo dos *ratings* confere às agências imunidade legal contra as ações de perdas e danos nos EUA, pelo preceito constitucional de liberdade de expressão. Ou seja, não há custos legais de um *rating* errôneo<sup>18</sup>.

Desta forma, para Partnoy, os *ratings* são importantes apenas por questões regulatórias. A *SEC* recomenda que as emissões no mercado de títulos americano – o maior do mundo –, venham acompanhadas de *ratings*. Essa recomendação criou um mercado cativo para as agências de *rating*. O impacto sobre a necessidade de “capital reputacional” para as agências seria menor, caso o mercado fosse competitivo. Entretanto, a *SEC*, em meados dos anos 70, congelou a entrada de novas agências de *rating* para a certificação de *Nationally Recognized Statistical Ratings Organization* (NRSRO), condição necessária para que o *rating* emitido seja validado por ela. Esse procedimento criou um efetivo monopólio (ou cartel)<sup>19</sup> para as agências já existentes, sem o perigo de possíveis entrantes. Em suma, não há custos significativos pela perda de capital reputacional<sup>20</sup>.

Outras críticas sobre as agências de *ratings* também ecoam o sentimento do mercado: a) viés sociocultural: vários agentes de mercado sentem que as empresas emitentes, que não seguem as idéias anglo-americanas de gestão e normas contábeis, são prejudicadas nas avaliações. Essa

postura também é direcionada, no limite, para países (Fight, 2003). De acordo com a *BBC*, *apud* Fight (2003), o governo dos EUA forçou a *Moody's* a retirar o *rating* do Irã, após classificar o país como integrante do “Eixo do Mal”, em 2002. Assim, pode-se dizer que as agências e os EUA detêm forte poder sobre o mercado financeiro, como segue: “[...] Existem duas superpotências no mundo hoje na minha opinião. Os Estados Unidos e os Serviços de *Rating* de Bônus da *Moody's*. Os EUA podem destruir você soltando bombas, e a *Moody's* pode destruir você rebaixando os seus bônus. E eu desconheço, algumas vezes, quem é mais poderoso [...]”<sup>21</sup> (Thomas Friedman, *apud* Partnoy, 2002, p. 2).

b) viés de conformidade: como num “concurso de beleza”, as agências de *ratings* raramente discordam entre si nas indicações de *rating*.

c) poder sem responsabilidade: além do problema da imunidade legal, visto acima, não existe regulação externa – agência reguladora – sobre o método de análise usado pelas agências que compõem a NRSRO. Por isso, acredita-se que não exista necessidade de transparência nos métodos empregados para a emissão de *rating* (ao contrário do que é exigido em balanços contábeis)<sup>22</sup>.

d) Estratégia de punição por não comprar os serviços: a política da *Moody's* de indicar *ratings* para qualquer emissão de títulos de dívida, em resposta à demanda da empresa emitente ou não, é vista pelos agentes de mercado como uma “chantagem” (House, 1995, p. 245). Essa chantagem apontada pelo mercado tem como base a crença de que os *ratings* não solicitados são sempre piores do que os demandados pelas empresas emitentes,

e) Papel de seguidores do mercado: no caso de empresas emitentes de países emergentes, os *ratings* são vistos como “*market followers*” e nunca como líderes de mercado. Este argumento é similar ao do “concurso de beleza”, com a diferença de que é observado ao longo do ciclo econômico. Kuhner (2001), usando a literatura sobre a teoria dos jogos, mostrou que é razoável esperar que as agências de *rating* não distingam o risco sistemático do risco específico. Entretanto, essa deveria ser a função do *rating*. Acredita, neste caso, que o risco sistemático ou de mercado é referendado por todos nos momentos de crise. Conclui dizendo que a agência de

*rating* tende a seguir o risco sistemático em vez do risco específico da empresa em avaliação, para não ser contrária ao mercado e expor a sua credibilidade.

f) incapacidade de efetivamente avaliar o risco: a alta rotatividade e baixos salários dos empregados das agências de *rating* é visto como evidência da incapacidade de atrair um pessoal capacitado e desenvolver um treinamento efetivo, que os habilite a uma correta avaliação de empresas e países (Cantor e Packer, 1994; House, 1995, FMI, 1999b).

## Conclusões

Com a nova arquitetura do mercado financeiro internacional e a expansão do mercado de capitais, os *ratings* vêm aumentando o seu grau de importância, principalmente para as empresas e países em desenvolvimento. Os *ratings* possuem o papel de sinalizadores de informações públicas e privilegiadas sobre os emitentes de dívida. Assim, o mercado pode usufruir positivamente dessas informações para a tomada de decisões.

As agências de *rating* disponibilizam ao mercado os procedimentos e entendimentos de como são construídos os *ratings* soberanos e corporativos. Contudo, ainda restam muitas dúvidas sobre a real importância de cada indicador, seus pesos e, principalmente, sobre as avaliações subjetivas sobre as avaliações dos emitentes de dívida

Muitos analistas de mercado e dirigentes de países afirmam que as agências têm errado muito nos últimos anos, mais especificamente, têm alongado as crises e pouco previsto as mesmas. Quanto aos *ratings* soberanos, os governos têm criticado as agências afirmando que os *downgrades* recebidos são sempre antecipados e os *upgrades*, quando recebidos, são atrasados. Em outras palavras, apesar de serem consideradas avaliadoras independentes da real situação financeira dos emitentes de dívida, tendem a seguir o risco sistemático ou de mercado. Por isso, não possuem conteúdo informacional.

Do ponto de vista das agências de *rating*, existe uma metodologia de classificação dividida em objetiva e subjetiva. Entretanto, no mercado há um consenso de que ela é obscura – quanto às reais variáveis analisadas e seus pesos.

A despeito desses problemas, o presente trabalho teve como intuito dar ao leitor os esclarecimentos necessários para as análises realizadas pelas agências de *rating*. Entretanto, pôde-se verificar que os *ratings* soberanos possuem uma carga maior de subjetividade comparativamente aos corporativos. Isso se deve à possibilidade de que a variável “risco político”, que reúne as incertezas vindas do mercado e de fatos políticos ocorridos interna e externamente, interfira direta ou indiretamente na performance do país. Para as empresas, as agências de *rating* desconsideram essa variável como causadora direta de mudanças nos resultados das empresas, mas incorporam outras relativas ao perfil administrativo, também de grande importância no processo.

Dada a grande interferência do governo soberano e de seu desempenho econômico-político sobre as empresas domiciliadas no país, essas têm sido sujeitas ao “teto soberano”. Esse teto se refere à capacidade do governo de obter moeda doméstica e estrangeira para o pagamento das suas obrigações. Assim, as empresas, sob o risco de *T&C – Transferência & Conversibilidade* –, possuem um teto soberano. Salienta-se, oportunamente, que as empresas detentoras de grande potencial produtivo e relações internacionais consolidadas podem romper esse teto, mas são poucos casos.

Os *ratings* corporativos são emitidos usando o método *botton-up*. Este método parte da análise de aspectos mais amplos para os mais específicos. Os mais amplos – base da pirâmide – referem-se aos indicadores macroeconômicos; os intermediários – meio da pirâmide – aos indicadores da indústria e, por fim, os ligados à própria empresa – topo da pirâmide. Com isso, as agências procuram obter o máximo de informações não só da empresa, mas do ambiente em que ela está inserida para, então, designar o *rating*.

Especificamente em relação às agências, viu-se que não possuem ônus de *ratings* errados; pertencem a um oligopólio com fortes barreiras à entrada e detêm demanda cativa em virtude das recomendações da SEC. Neste caso, sugere-se que, para os *ratings* passarem a ter credibilidade junto ao mercado, seria preciso uma revisão metodológica e a criação de uma agência reguladora independente.

## Referências

AFONSO, A. 2002. Understanding the Determinants of Government Debt Ratings: Evidence for the Two Leading Agencies. *CISEP Working Paper*, February, 25 p. Disponível em [http://pascal.iseg.utl.pt/~depteco/wp/wp022002.pdf ].

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. 2001. *Long-term Rating Scales Comparison*. Basel Committee: Publications, 10 p. Disponível em: [[www.bis.org/bcbs/qisrating.htm](http://www.bis.org/bcbs/qisrating.htm)].

BOOT, A. and MILBOURN, T. 2002. *Credit Ratings as Coordination Mechanisms*, March. 34 p. (William Davidson Institute Working Paper, 457).

CANTOR, R. and PACKER, R. 1994. The Credit Ratings Industry. *The Federal Reserve Board of New York Quarterly Review*, Summer-Fall, p. 1-26.

FERRI, G.; LIU, L.-G.; STIGLITZ, J. E. 1999. The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. *Economic Notes*, 28(3):335-355.

FIGHT, A. 2003. Comments of Andrew Fight to SEC proposal. *SEC*. 25/07/2003. Disponível em: [[www.sec.gov/rules/concept/s71203.shtml](http://www.sec.gov/rules/concept/s71203.shtml)]. 13 p.

HOUSE, R. 1995. Ratings Trouble. *Institutional Investor*, 29(10):245-249, October.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) . 1999b. Credit Ratings and the Recent Crises. p. 110-152, Disponível em [[www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/pdf/annexV.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/1999/pdf/annexV.pdf)].

KUHNER, C. 2001. Financial Rating Agencies: Are They Credible? *Schmalenbach Business Review*, 53:2-26.

MONTALLI, K. & CAMPELLO, B. 1997. Fontes de informação sobre companhias e produtos industriais: uma revisão de literatura. *Ciência da Informação*, Brasília, **26**(3):1-22, set./dez. Disponível em: [[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0100-19651997000300014&lng=es&nrm=iso&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0100-19651997000300014&lng=es&nrm=iso&tlng=pt)]

MOODY'S INVESTORS SERVICE. Rating Methodology: 1999a. Moody's Approach to Rating the Petroleum Industry. *Rating Methodology*, January, 23 p. Disponível em: [[www.moodys.com](http://www.moodys.com)].  
MOODY'S INVESTORS SERVICE. 1999b. Introdução aos Ratings de Moody's. *Comentário Especial*, May. Disponível em: [[www.moodys.com](http://www.moodys.com)]. 15 p

MOODY'S INVESTORS SERVICE. 2000a. Actuación de Moody's ante situaciones hipotéticas e información confidencial. *Metodologia de Rating*, Enero, 15 p. Disponível em: [[www.moodys.com](http://www.moodys.com)].

MOODY'S INVESTORS SERVICE. 2000b. Current Account Deficit not a Threat to the Aaa Rating of the USA. *Special Comment*, March, 18 p. Disponível em: [[www.moodys.com](http://www.moodys.com)].

MOODY'S INVESTORS SERVICE. 2001b. Global Chemical Industry: Financial Ratio Analysis for Chemical Companies. *Rating Methodology*, January, 22 p.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. 2003. Issuer Summary. *Rating*, 25 p. Disponível em: [www.moodys.com].

MOODY'S INVESTORS SERVICE. 2003a. Moody's Approach to Assessing Key Credit Measures for Investment Grade **in** independent Exploration and Production Companies. *Rating Methodology*. January. 15 p. Disponível em [www.moodys.com]

PARTNOY, F. 2002. The Paradox of Credit Ratings. *In: LEVICH, MAJNONI and REINHART, Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Boston, Kluwer, 245 p.

PARTNOY, F. 1999. The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly*, **77**(3):619-714.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – SEC. 2004. YPFSA. *SEC Form-20F, 2002*, 26 p. Disponível em: [www.sec.org].

STANDARD & POOR'S. 2000a. Using Transfer and Convertibility Insurance to Enhance Issue Ratings. *Structured Finance: Behind the Ratings*. November. 18 p. Disponível em: [www.standardandpoors.com].

STANDARD & POOR'S. 2002a. Corporate Ratings. *Criteria*, 19 p. Disponível em: [www.standardandpoors.com].

STANDARD & POOR'S. 2002b. Argentine National Scale Ratings Definitions. *Fixed Income Ratings Definitions*, 30/8/, 15 p. Disponível em [www.standardandpoors.com/NASApp/cs/ContentServer?pagename=sp/sp\_artic.htm].

STANDARD & POOR'S. 2002c. Local Currency Rating Criteria Update: The Importance of Country Risk for Corporate and Infrastructure Sectors. *Fixed Income Ratings Criteria*, 6/11/, 26 p. Disponível em: [www2.standardandpoors.com/NASApp/cs/ContentServer?pagename=sp/sp]

STANDARD & POOR'S. 2002d. Atualização dos critérios de rating em moeda local: a importância do risco soberano para os setores corporativos e de infra-estrutura. *Brasil-Relatório*, 6/1/, 96 p. Disponível em: [www.santandarandpoors.com.br].

STANDARD & POOR'S. 2002e. Correction: Default and Distress in Argentina: Standard & Poor's Clarifies Criteria Application. *RatingsDirect*, 18 p. Disponível em: [www.standardandpoors.com].

THE ECONOMIST. 2004a. Brought to Book: There are Differences in how Oil Companies Measure Their Reserves. April 3<sup>rd</sup>, 3 p. Disponível em: [www.economist.com].

WHITE, L. 2002. The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis. In: LEVICH et al., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*. Boston, Kluwer, p. 285 – 310.

- 
- <sup>1</sup> Existem apenas três empresas de *ratings* oficiais nos EUA: *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch IBCA* (que adquiriu *Duff & Phelps*, em 2000). Para empresas fora dos EUA, veja White (2002).
- <sup>2</sup> A *Standard & Poor's* (2002a) inicialmente avaliava o *rating* de crédito das companhias de seguro (1971), de garantias financeiras (1971), dos *bonds mortgage-backed* (1975), dos fundos mútuos (1983) e dos *asset-backed securities* (1985).
- <sup>3</sup> A *Standard & Poor's* vem elaborando *rating* em escala local. Os *ratings* locais diferem dos *ratings* em escala global, porque têm a adição de um prefixo ao símbolo, por exemplo: *.br* para o Brasil; *.ar* para a Argentina. Mas o fator mais importante dessa diferença é a exclusão no *rating* local do risco soberano e de potenciais controles cambiais. Em função disso, os *ratings* locais não diferenciam as dívidas emitidas em moeda doméstica da estrangeira e, portanto, não podem ser diretamente comparáveis aos de escala global (Standard & Poor's, 2002b).
- <sup>4</sup> Os *ratings* de *notes* municipais não são considerados soberanos, mas fazem parte das emissões e são restritos aos mercados financeiros de economias mais maduras (Standard & Poor's, 2000a).
- <sup>5</sup> Quando o texto se referir aos “governos soberanos ou nacionais”, estará contemplando a esfera federal somente; as esferas estadual e municipal e as províncias são consideradas como subnacionais.
- <sup>6</sup> Para as companhias seguradoras é atribuído o *rating* de ações, que possibilita os fundos de aposentadoria e pensão realizarem investimentos. No processo de *rating* dessas companhias, são consideradas as informações oferecidas pela empresa ao mercado. Contudo, as agências alertam que os *ratings* não devem ser interpretados como um indicador de valor de uma ação, uma recomendação de compra ou venda, ou cumprimento de objetivos de alguns investidores (Standard & Poor's, 2002a).
- <sup>7</sup> Alguns exemplos do mercado americano podem ser dados sobre o comportamento do mercado frente aos *ratings*. A SEC requer *status* no grau de investimento para registrar dívidas na *Form-3*. O Conselho do *Federal Reserve* permite aos seus membros do Sistema *Federal Reserve* que invistam em títulos de dívida com *rating* pertencente ao grau de investimento. O Sistema de Bancos de Empréstimos para Habitação Federal (*mortgage banks*) permite às associações de empréstimo e poupança que invistam em dívida corporativa, pertencentes ao grau de investimento. O Departamento do Trabalho autoriza os fundos de pensão a investirem em *commercial papers* que sejam classificados nas três categorias mais altas de *rating* – AAA, AA e A. Muitas instituições também fixam outras regras em função dos *ratings*, por exemplo, para o aumento do *spread* (Standard & Poor's, 2002a, p. 9).
- <sup>8</sup> A *Standard & Poor's* (2002a) trabalha com oito indicadores, que podem ser considerados subconjuntos dos apresentados pela *Moody's* (2001b). Mais detalhes na seção referente à metodologia.
- <sup>9</sup> O método *bottom-up* é um método que parte da análise de aspectos mais amplos para os mais específicos. Os mais amplos – base da pirâmide – referem-se aos indicadores macroeconômicos; os intermediários – meio da pirâmide – aos indicadores da indústria e, por fim, os ligados à própria empresa – topo da pirâmide
- <sup>10</sup> Os controles cambiais geralmente estão associados às crises no Balanço de Pagamentos ou nas finanças do Governo Nacional, que podem levá-lo ao *default*. Neste caso, os emitentes domiciliados no país, com controle de capitais, estão sujeitos ao risco de não transferência e conversibilidade (T&C) da moeda doméstica em estrangeira (Moody's, 1999a).
- <sup>11</sup> A possibilidade de revisão foi levantada por Paulo Silva – funcionário da *Moody's* Brasil – via contato telefônico em agosto de 2003.
- <sup>12</sup> Conforme a *Standard & Poor's* (2002a, p. 2), os casos mais recentes de dificuldades no pagamento das dívidas ou mesmo de *default* de soberanos – por exemplo: Rússia, Paquistão, Equador, Indonésia, não levaram a moratória conjunta. Isso teve como explicação a baixa proporção da dívida externa do setor privado. Também, porque esses países são participantes dos programas para a estabilidade monetária do Fundo Monetário Internacional (FMI), onde são, expressamente, proibidos de impor controles cambiais.
- <sup>13</sup> A Argentina é um contra-exemplo significativo.

- <sup>14</sup> Kuhner (2001) cita uma informação da própria *Standard & Poor's*, de que as agências de *ratings* participam de reuniões de conselhos de administração e chegam a informar qual estratégia de negócio estaria prejudicando o *rating*, influenciando, dessa forma, na estratégia empresarial da emitente de dívida.
- <sup>15</sup> Um contra-exemplo recente da destruição de capital reputacional estava na revelação, dentro do escândalo da *Enron*. Os auditores analisavam a empresa para indicação do *rating* e, também, vendiam serviços de consultoria para a *Enron*. A *Enron* “comprava” o silêncio do auditor sobre dúvidas na qualidade de crédito ao demandar seus serviços de consultoria e recebia bons *ratings* (Kuhner, 2001)
- <sup>16</sup> Existem casos de *default* de empresas nos EUA e em outros países que não foram precedidos de quedas nos *ratings* (PARTNOY, 2002).
- <sup>17</sup> Texto original: “[...] a credit rating is Standard & Poor’s opinion of the general creditworthiness of an obligor, or the creditworthiness of an obligor with respect to a particular debt security or other financial obligation, based on relevant risk factors. A rating does not constitute a recommendation to purchase, sell, or hold a particular security. In addition, a rating does not comment on the suitability of an investment for a particular investor [...].”
- <sup>18</sup> Ao contrário, uma recomendação de compra de ações de uma empresa por parte de um analista financeiro está sujeita a ações por perdas e danos, caso a empresa venha a falir (Partnoy, 2002).
- <sup>19</sup> Partnoy (1999) afirmou que o monopólio efetivo criado pela SEC garantiu a lucratividade das agências como a *Moody’s*, que no primeiro lançamento de ações, chegou ao valor de mercado de US\$ 5 bilhões.
- <sup>20</sup> Partnoy (2002) chama a atenção sobre a situação absurda da imunidade legal: não é razoável um investidor confiar em um *rating* para a decisão de investir, mas para os reguladores – SEC –, um *rating* é uma informação confiável, pois é indispensável para garantir a estabilidade do sistema financeiro.
- <sup>21</sup> Texto original: “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 US 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 [...].”
- <sup>22</sup> Em 2003, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) lançou um debate sobre a regulação das agências de *rating*. Veja [[www.sec.gov/rules/concept/s71203.html](http://www.sec.gov/rules/concept/s71203.html)].