

TÍTULO: O IMPACTO DA “ONDA REGULATÓRIA” SOBRE AS CREDIT RATING AGENCIES

Vitor Furtado Jerônimo Veloso¹

ÁREA TEMÁTICA: RELAÇÕES ECONÔMICAS INTERNACIONAIS

RESUMO

Este artigo trata dos limites do recrudescimento da legislação norte-americana sobre a indústria de classificação de crédito. Partindo da “onda regulatória” que se intensifica no início dos anos 2000 mas, principalmente, após a Crise do Subprime, culminando no Dodd Frank Act de 2010, analiso as audiências do Congresso norte-americano, assim como os relatórios da Securities Exchange Commission e leis promulgadas, para compreender até que ponto tal legislação teve um impacto significativo para reduzir a dependência do governo dos Estados Unidos das classificações de crédito, ou se serviram para assegurar a posição singular das agências de classificação no sistema financeiro internacional.

Palavras chave: *Credit Rating Agencies; Regulação; Crise*

¹ Doutorando pelo Programa de Pós Graduação em Relações Internacionais San Tiago Dantas (UNESP, UNICAMP, PUC-SP)

INTRODUÇÃO

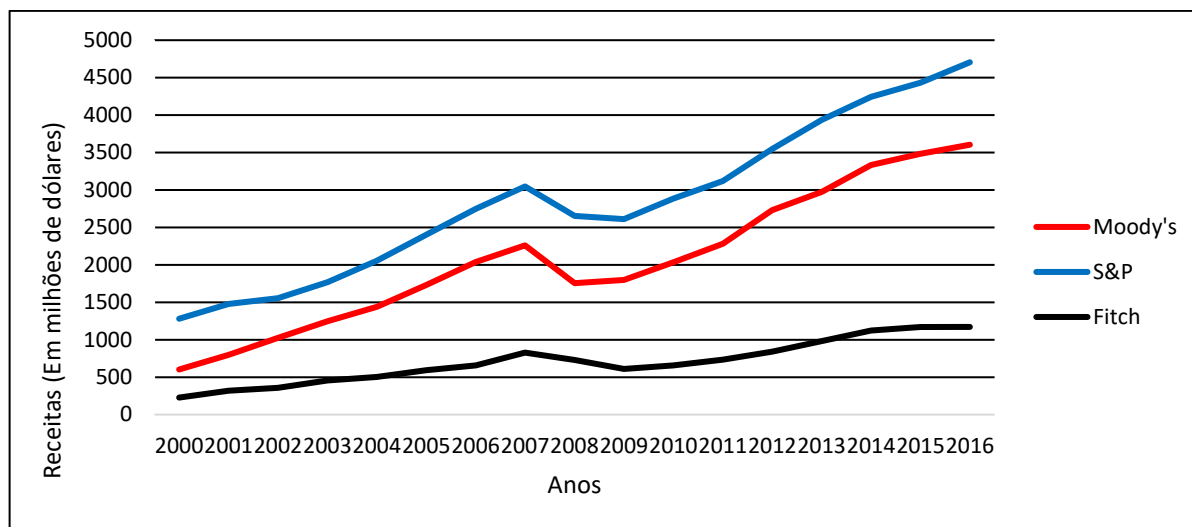
Agências de Classificação de Crédito (CRA), ou agências de *rating*, são empresas privadas de serviços financeiros na área de pesquisa e avaliação de crédito, que fornecem conhecimentos especializados e profissionais sobre as capacidades de uma grande quantidade de emissores (IMF, 2010; Sinclair, 1994a; 2005). De um modo geral, 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, a solvabilidade (ABDELAL, 2007; BAHENA, 2010; KERWER, 1999; 2001; 2005; MARANDOLA; SINCLAIR, 2013). Atualmente, as mais conhecidas 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*, são conhecidas como as “*Big Three*”². Todas elas são de caráter global atuando em diversos países no mundo todo. Além disso, 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.

Durante os anos 90, período que ensejou diversas crises financeiras por todo o mundo, as CRA's foram sendo questionadas sobre seu papel no Sistema Financeiro Internacional (SFI) por diversos problemas presentes em suas avaliações. Mesmo enfrentando diversos questionamentos sobre suas atuações e, até mesmo, acusadas de favorecer avaliações, suas receitas continuaram crescendo, assim como, sua importância. Conseqüentemente, desde o início dos anos 2000 já surgiam tentativas de se regularizar a situação de tais agências. Sua não responsabilização pelas avaliações, juntamente com o suposto oligopólio presente na indústria do *rating*, já apontavam como indícios da falta de precisão em suas avaliações.

As agências de classificação foram alvos de intensas críticas e a indústria do *rating* apontada como praticamente desregulada. Frente a este cenário, o Congresso norte-americano convocou inúmeras audiências para discutir a situação das agências de classificação de crédito. Problemas como a opacidade da indústria do *rating* (falta de transparência), atitudes pró-cíclicas, falta de concorrência, conflitos de interesses, entre outros; foram problemas amplamente apontados durante as audiências e ressaltados por diversos relatórios da Securities Exchange Commission (SEC). Como reação a essa falta de regulação, deu-se início a uma “onda regulatória” (STAIKOURAS, 2012), caracterizada por diversas tentativas do governo norte-americano de regular tal indústria promovendo maior transparência, concorrência, e reduzindo a dependência da legislação norte-americana das classificações de crédito. Porém, foi a partir da crise de 2008 que as críticas se acirraram. As agências foram duramente criticadas sobre sua eficácia (HILL, 2009), sendo diversas vezes diretamente responsabilizadas pelos eventos de 2008. Assim, elas receberam um duro golpe sobre sua posição singular na governança financeira internacional, vindo no ano pós-crise, suas receitas caíram depois de anos de crescimento vertiginoso.

² Mesmo a indústria do *rating* de crédito sendo altamente concentrada, existem mais de uma centena de agências de notação de crédito menores em todo mundo, atuando a nível regional e local, e em diferentes nichos (HUNT, 2009). Apesar de existirem diversas agências de avaliação de risco de crédito, este artigo concentra-se nas *Big three*.

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

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, diferente do que se supunha, mesmo diante do recrudescimento da legislação norte-americana, as CRA's retomaram seu crescimento logo após a crise, alcançando suas receitas a níveis superiores aos dos anos pré-crise. Dessa forma, o seguinte questionamento se manteve: Por que mesmo depois de duras críticas as CRA's continuam aumentando cada vez mais suas receitas e atuação nos mercados financeiros internacionais? Estaria mesmo a dita "regulamentação", reduzindo a dependência das agências de classificação de crédito ou, pelo contrário, estaria tal regulamentação inserindo cada vez mais as CRA's dentro do SFI, reafirmando sua importância nos mercados financeiros internacionais?

Para compreender até que ponto essa onda regulatória foi eficaz em reduzir a dependência do governo norte-americano das classificações de crédito, e seus efeitos sobre a indústria do rating, divido este trabalho em três seções. Na primeira seção contextualizo o ressurgimento das CRA's e o processo de crescimento da utilização das classificações de crédito para fins regulatórios por parte do governo norte-americano. Na segunda, aponto como a onda regulatória foi um claro movimento de reação aos diversos episódios de crise que se instauraram desde o fim dos anos 90 mas, mais precisamente, o impacto da Crise do Subprime para esse arrefecimento da regulação sobre a indústria de rating. Já na terceira seção, analiso as mudanças na legislação norte americana a partir de 2001 até 2016, assim como das audiências que deliberaram acerca do tema para compreender a dimensão destas regulações sobre as agências de classificação de crédito. Por fim, faço uma consideração final apontando que apesar de haver um movimento intenso de regulação das CRA's, na tentativa de reduzir a dependência do governo norte americano das classificações, o que realmente ocorreu foi uma nova expansão das agências de classificação demonstrando que elas ainda são uma parte importante do SFI e de suma importância para a sustentação do mercado financeiro norte americano.

A INTENSIFICAÇÃO DO USO DAS CLASSIFICAÇÕES DE CRÉDITO PARA FINS REGULATÓRIOS

A ruptura da institucionalidade erigida em Bretton Woods (BW) no início dos anos 70, resultou 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 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 (BAER; CINTRA, 1994; GARLIPP, 2001).

A progressiva liberalização de capital liderada pelos Estados Unidos da América (EUA), 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). Reduzir o risco em suas transações passou a ser um dos principais objetivos de atores privados e públicos. Surgiram então, novos atores da ‘financeirização global’, dentre eles, os fundos mútuos, as seguradoras e os fundos de pensão e inversores institucionais e, consequentemente, das agências de classificação de crédito. Combatendo o problema das assimetrias de informação e 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 ganhando credibilidade, elas foram construindo uma reputação de “especialistas” nas avaliações de risco de crédito.

Adquirindo um estatuto de produção de verdade, elas 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. Participando de um processo de regulação através de uma despolitização, as CRA’s 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). Para tanto, 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 CRA’s, 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). Na esteira desse processo, os EUA 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. Foi neste contexto que as agências de classificação se expandiram a níveis nunca antes vistos. Isso possibilitou sua permanência em uma posição singular no SFI. Desta forma, o governo norte-americano progressivamente foi utilizando-se das classificações de crédito para fins regulatórios, atrelando-as à sua regulação nacional.

Uma parte da literatura dedicada à compreensão do papel das CRA's no sistema financeiro e na governança internacional, apoia-se na relação entre sua expansão e a utilização de suas avaliações para fins regulatórios (CALABRIA; EKINS, 2012; HUNT, 2009; LANGOHR; LANGOHR, 2008; MARANDOLA; SINCLAIR, 2013; PARTNOY, 1999, 2002; SINCLAIR, 2005; WHITE, 2009, 2010a, 2013). Uma das críticas mais enfáticas acerca dessa relação foi feita por Partnoy (1999). No que ficou conhecido como "*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"³. 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).

A ONDA REGULATÓRIA: REAÇÃO ÀS CRISES FINANCEIRAS DESDE O FINAL DOS ANOS 90

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, ela foi significativa para as CRA's pois, não somente questionou sua credibilidade, como também, ameaçou sua legitimidade (BAHENA 2010; KERWER 2001; SINCLAIR, 2005). 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-americano⁴.

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 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. 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).

Segundo o FMI, existiria uma margem para que se pudesse melhorar as análises que sustentam as classificações, assim como a necessidade de ferramentas probabilísticas mais aprimoradas e 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). Mesmo não havendo uma conclusão definitiva sobre a parcela de

³ 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".

⁴ Para saber mais sobre a crise financeira asiática e seus desdobramentos, ver Canuto (2000).

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*. 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 (SINCLAIR, 2005).

Já 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). Isso 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 empresa entraram em queda livre valendo apenas alguns centavos (SINCLAIR, 2005; 2010). A grande discussão era: 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). Isso mostrou, uma vez mais, um desempenho questionável das agências de *rating*, gerando críticas e a solicitações de mudanças na regulação de vários segmentos industriais, incluindo o do *rating*. Assim, a mídia passou a dedicar mais atenção às 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).

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". Exigiu, do mesmo modo, mais transparência sobre seu *modus operandi*,

buscando entender qual seu real impacto 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; 2010a). Na visão de White (2010a), 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, estavam 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, 2010a).

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, 2010b). 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 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).

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. 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, 2010a).

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;). 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, 2010a; 2013).

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 conseqüente 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). 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 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*.

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

As discussões suscitadas pelo Congresso norte-americano relativas à indústria de classificação de crédito no ano de 2002, foram impactadas diretamente pela crise das grandes corporações em 2001. O principal foco da audiência realizada pelo Senado foi analisar a participação e as consequências da atuação das CRA's no caso da Enron⁵. 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-americana⁶. 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 Comitê do Senado mencionou a falta de supervisão por parte da SEC como um ponto crucial a ser trabalhado. Segundo eles, 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 marcou o início de um esforço por parte do governo norte-americano de desobscurecer a indústria do *rating*. De 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-americanos, quanto sobre os mercados. Salientou-se que tal poder era conferido pelo próprio governo por meio da inserção e da exigência das classificações nas leis e regulamentos. Esta exigência não se circunscreveria apenas à legislação que envolve bancos e títulos mas, também, se estenderia à educação e assistência financeira, telecomunicações, além de toda uma série de atividades econômicas.

Em julho do mesmo ano promulgou-se o *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*, conhecido como *Sarbanes-Oxley Act*⁷. Tal lei teve como objetivo primordial assegurar a integridade dos mercados de capitais dos EUA 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 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

⁵ 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.

⁶ 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.

⁷ UNITED STATES OF AMERICA. U.S Senate and House of Representatives. Public Law 107-204, 116 Stat. 745, **Sarbanes-oxley Act**. Washington DC, 2002.

diversos problemas atribuídos a essas agências, e as possíveis medidas regulatórias para sanar tais problemas.

Desse modo, 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 área⁸. Porém, o diferencial das discussões deste ano, foi a “descoberta” da categoria NRSRO 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 indústria⁹. 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.

No ano seguinte, o foco das discussões se deu na questão da transparência, assim como, da falta de competitividade no setor de classificação de crédito¹⁰. 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 transparência¹¹. Novamente as atenções se voltaram para a categoria NRSRO, à falta de transparência em seus critérios e a sua existência como barreira à entrada. Portanto, fixou-se a necessidade da SEC de estabelecer maior transparência dentro da categoria e assegurar mudanças necessárias para que haja um aumento da concorrência¹² 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 crédito¹³. 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.

O debate sobre o oligopólio na indústria do *rating* girou em torno da proposta feita pelo Senador Michael Fitzpatrick – o 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

⁸ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **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

⁹ 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.

¹⁰ 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.

¹¹ 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.

¹² 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

¹³ 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.

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.

Em meio à preocupação de que a SEC possivelmente não tivesse autoridade estatutária adequada para supervisionar a indústria das agências de classificação de crédito, o senador Fitzpatrick introduziu de o *Credit Rating Agency Duopoly Relief Act (H.R. 2990)*¹⁴. 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 109-291¹⁵. Este representou um marco para a regulação das CRA's. Assumindo que elas são de "importância nacional", três pontos importantes merecem ser ressaltados: 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 indicou que era 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. 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.

Portanto, a SEC recebia a autoridade de cancelar o registro de uma NRSRO, caso não cumpra com as referidas normas. Por outro lado, a lei só se aplicava a agências de classificação que optassem voluntariamente por buscar a designação NRSRO. Ela não forneceria nenhuma autoridade de supervisão da SEC em relação a agências de classificação não-registradas. 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

¹⁴ 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

¹⁵ 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.

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.

Já em 2007, 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 crise¹⁶. Analisando a atuação das agências no mercado financeiro estruturado, discutiu-se a capacidade da SEC em conseguir policiá-las. Desse modo, debateu-se a necessidade de 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, 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 2007.

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 CRA's no crescimento da incerteza no mercado de crédito norte-americano¹⁷¹⁸. 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-americano¹⁹. 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 intesamente debatidos e apontados como alvo de mudanças regulatórias futuras.

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 sua parte. A principal diferença nas 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 dependência²⁰. De outro modo, surgiram debates acerca da eliminação de referências às classificações de crédito das regulações nacionais que posteriormente se refletiriam em

¹⁶ UNITED STATES OF AMERICA. Senate Committee On Banking, Housing, And Urban Affairs. Hearing n° 110-931. *The Role And Impact Of Credit Rating Agencies On The Subprime Credit Markets*. Washington DC, 2007.

¹⁷ 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.

¹⁸ 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.

¹⁹ 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.

²⁰ 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.

mudanças na legislação²¹. 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 debatido²².

Segundo os debates estabelecidos pelo Congresso, a confiança excessiva do governo federal nas CRA's, assim como a inserção de suas classificações nas regulações federais, aumentou a percepção do mercado de que tais 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 Emenda²³, 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 NRSRO.

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*”²⁴. 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 conhecido “*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. Em suma, o *Dodd-Frank Act* tinha como intuito introduzir reformas regulatórias que resultassem em melhorias nas regulamentações financeiras, entre elas a responsabilização das CRA's 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 2007²⁵ e as mudanças estabelecidas pela nova lei, na tentativa de regular esses novos segmentos.

²¹ 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.

²² 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.

²³ Sobre os limites da Dood-Frank Act e os impactos da Primeira Emenda, ver: Deats (2010); Hill (2011); Soroushian (2016).

²⁴ 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.

²⁵ 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.

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, seriam questões de interesse público nacional. Também 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 caráter 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 CRA’s enfrentam conflitos de interesse que precisam ser cuidadosamente monitorados e que, portanto, devem ser tratados explicitamente na legislação para dar autoridade mais clara à 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 EUA e em todo o mundo. Portanto, exigiria-se maior responsabilização por parte das agências.

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, responsabilização e transparência das NRSRO’s. 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.

Em 2011, com a Lei Dodd-Frank em vigor, as discussões se aprofundaram em torno do excesso de dependência das agências de classificação de crédito. Um dos objetivos desta lei era combater essa dependência e, portanto, requisitou-se que as referências a essas classificações fossem retiradas das regulações nacionais. O congresso 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.

Porém, em audiência realizada em julho de 2011²⁶, 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, apontou que ela atuaria contra a própria Lei reforçando a importância do *rating* de crédito. Paralelamente, ainda segundo Bachus, regulamentos adotados pela SEC sob a esta lei pareciam também contradizer os objetivos da lei anterior 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.

Segundo o Professor Lawrence White, especialista no assunto e também presente na audiência, apesar do anseio por uma 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 removem 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 mais apropriados.

Por fim, apesar do governo norte-americano ser consciente da excessiva dependência em relação às classificações de crédito, tanto por parte mercado financeiro, quanto do próprio governo, o caminho para se reduzir tal dependência não estava claro. A medida mais intensamente apoiada era a remoção das referências e exigências das classificações de crédito das regulações nacionais. Porém, devido a complexidade da legislação norte-americana, somado à interpenetração das classificações como exigências em todos os níveis (municipal, estadual e federal), tal tarefa não seria de nenhum modo simples, nem viável a curto prazo. Por outro lado, a necessidade de se estabelecer um substituto viável às classificações de crédito também exige mudanças nas regulações e, principalmente, aceitação dos agentes financeiros.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após analisar o movimento de intensificação regulatória do sistema financeiro norte americano, mais especificamente, da indústria de classificação de crédito, nota-se que havia, de fato, um objetivo de reduzir a dependência das classificações de crédito por parte do governo. Nos debates, o Congresso deixou claro que compreendia a importância das CRA's para o mercado financeiro dos EUA, assim como, para o sistema financeiro internacional como um todo. Porém, ficou evidente que as sucessivas crises que ocorreram desde o final dos anos 90 escancararam uma realidade perversa: a relação de dependência entre os mecanismos regulatórios norte americanos e as classificações de crédito. Além disso, tais episódios iluminaram um fato

²⁶ UNITED STATES OF AMERICA. U.S. House of Representatives Subcommittee On Oversight and Investigations of The Committee of Financial Services. Hearing nº 112-51. **Oversight of The Credit Rating Agencies Post-Dodd-Frank**. Washington DC, 2011.

claro, mas que não se compreendia o tamanho de sua força: o grau de concentração do mercado de classificação de crédito. Outro problema estrutural era a falta de regulação dessa indústria, elucidada diversas vezes tanto pelo agente do governo, quanto pelos investidores e as próprias agências de classificação menores.

Um grande sustentador dessa posição singular das CRA's, era o Estados Unidos. Utilizando as classificações como requisitos de capital mínimo, e exigindo certas avaliações para se comercializar ativos financeiros dentro do mercado financeiro norte americano, ele foi fundamental por nutrir esse padrão de dependência e, conseqüentemente, deu força para atuações, no mínimo, questionáveis por parte dessas agências em diversos momentos de crise. Até 2007, já existia um movimento de recrudescimento regulatório relativo à concentração do mercado e a falta de regulação no segmento de rating. Contudo, o aspecto fundamental, a excessiva dependência para com as classificações de crédito, só foi realmente debatida e perseguida após os eventos que culminaram na Crise do Subprime. Foi nesse momento que o alvo das políticas regulatórias passou a ser reduzir tal dependência. Como vimos, haviam diferentes alternativas e, cada qual, com suas complexidades. Apesar do Dodd Frank Act representar um avanço nesse sentido, complementando e avançando as legislações anteriores, ela não foi efetiva em reduzir tal dependência. Isso foi demonstrando não apenas pela retomada das receitas após a crise, mas pela sua retomada progressiva a níveis mais altos que pré crise de 2007. As receitas aumentaram, assim como, o número de ativos e do *staff* dessas empresas e mantiveram um alto grau de concentração do mercado. Além disso, a manutenção da maioria da parcela das receitas advindas dos EUA demonstra que, mesmo com a diversificação dos ativos para outras áreas, as classificações de crédito feitas pelas CRA's ainda possuem forte influência no mercado norte-americano.

Portanto, afirmar que não houve um avanço na regulação do setor é, na minha visão, algo um tanto quanto questionável. Houveram avanços na legislação, assim como o intuito de reduzir a dependência do governo das classificações de crédito. No entanto, é sobre a eficácia de tais medidas que o debate se encontra. Apoiado na evidência empírica da retomada de crescimento e na manutenção da concentração do mercado de rating, torna-se claro o caráter limitado de tais regulações, corroborando com o que argumentei sobre uma manutenção da posição singular dessas agências. Mesmo com os avanços na regulação da indústria do rating, isso não foi o suficiente para abalar significativamente a confiança dos investidores em tais agências. Além disso, a dificuldade em retirar as classificações de crédito da regulação nacional e determinar um substituto para essas avaliações que sejam amplamente aceitas pelos agentes do mercado também não é uma tarefa simples. Por outro lado, ao evidenciar que as CRA's possuem uma certa capacidade de determinar padrões de comportamento e conduta entre os investidores e Estados, exaltando determinadas políticas econômicas como sendo as “melhores práticas”, é importante a sua posição para a reprodução do sistema. Sendo assim, existe um nó difícil de desatar. Ao mesmo tempo que se torna importante (internamente) para o governo norte-americano reduzir tal dependência, é também importante (externamente) esse papel de “reprodutor do sistema” feito pelas CRA's, algo bastante praticado pelos EUA a vários anos.

REFERÊNCIAS

ABDELAL, R. **Capital rules**: The construction of global finance. Cambridge: Harvard University Press, 2007.

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.

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.

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

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

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.

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.

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

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

- 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.
- 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.
- PECK, J; TICKELL, A. Neoliberalizing space. **Antipode**, Nova Jersey, v. 34, n. 3, p. 380-404, 2002.
- 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, 1994a.
- 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.
- 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.
- SOROUSHIAN, 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.
- 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.
- STANDARD & POOR'S GLOBAL RATINGS (S&P). **S&P Global Ratings Definitions**, New York, p. 1-50 , 2017.
- SY, A. The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets. **IMF Working Paper**. n. 09/129, p. 1-37, 2009.
- WHITE, L. J. 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.
- WHITE, L. J. The credit rating agencies and the subprime debacle. **Critical Review**, New York, v. 21, n. 2-3, p. 389-399, 2009.
- 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.