

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

*CREDIT RATING AGENCIES: ATUAÇÃO NA CRISE DE CRÉDITO DE 2007-
2008 E A REFORMA REGULATÓRIA DE 2010*

Marcelo Torres Falcon

No. de matrícula: 0712109

Orientador: Vinicius Nascimento Carrasco

Dezembro/2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CREDIT RATING AGENCIES: ATUAÇÃO NA CRISE DE CRÉDITO DE 2007-2008 E A REFORMA REGULATÓRIA DE 2010

Marcelo Torres Falcon

No. de matrícula: 0712109

Orientador: Vinicius Nascimento Carrasco

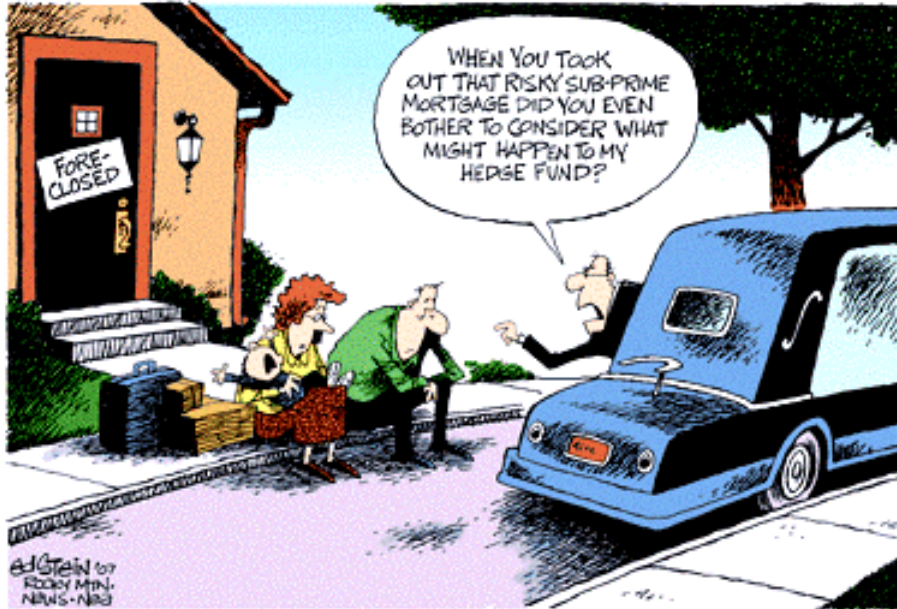
Dezembro/2011

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Marcelo Falcon

Rio de Janeiro, Dois de Dezembro de 2011

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor



Índice

1.	Introdução	5
2.	Origens e História das CRAs	7
	O Início.....	7
	Regulação e Crescimento	9
	Uso Regulatório.....	12
3.	Fundamentos Microeconômicos e as visões de “Capital Reputacional” e “Licença Regulatória”	15
	Seleção Adversa	15
	Risco Moral	16
	Capital Reputacional	17
	Licença Regulatória.....	19
4.	A Crise de 2007-2008	21
	Securitização	21
	A crise de qualidade das CRAs	24
	A bolha e a crise financeira	26
	Explicações para a má qualidade das notas.....	27
5.	Reforma Regulatória de 2010	30
6.	Conclusão.....	32
7.	Bibliografia	33
8.	Tabelas e Gráficos.....	35
	Tabela 1: Comparação das escalas de notas	35

1. Introdução

A crise financeira global de 2007-2008 foi o evento econômico mais impactante e provavelmente o mais repercutido da última década. Seus efeitos se observam até hoje, o PIB per capita real dos Estados Unidos em 2010 ainda se encontrava abaixo do nível de 2007¹. Os problemas enfrentados pelos Estados Unidos para recuperarem uma trajetória de crescimento econômico frearam crescimento no mundo todo, e problemas adicionais surgiram em diversos países da Europa.

Quando se analisa as causas da crise, e boa parte da população e políticos buscam “culpados”, além dos grandes bancos de investimentos nos EUA, que eram os principais atores no mercado de instrumentos financeiro securitizados, as atenções também se voltam para as *Credit Rating Agencies* (traduzido livremente como Agências de Avaliação de Crédito, doravante “CRA”). Como escreveu Alan Blinder para o *New York Times* em Setembro de 2007²:

“Another part of the answer merits a sixth finger of blame. Investors placed too much faith in the rating agencies — which, to put it mildly, failed to get it right. It is tempting to take the rating agencies out for a public whipping. But it is more constructive to ask how the rating system might be improved. That’s a tough question because of another serious incentive problem.”

O objetivo do presente trabalho é entender melhor o que ocorreu, e os possíveis motivos, se baseando em uma análise de incentivos.

O Capítulo 2 apresenta a história das CRAs, como elas cresceram de pequenas firmas até se tornarem as gigantes que são hoje, ganhando menção em capas de jornais toda vez que alteram as notas de crédito de países importante. Este capítulo também menciona e analisa brevemente a evolução das regulações que concernem CRAs.

O Capítulo 3 explica os fundamentos econômicos que tornam viáveis a existência de CRAs, em especial o conceito de seleção adversa. Além disso, o capítulo explora os conflitos de interesses e problemas de risco moral que existem na atividade das CRAs da forma que está configurada desde a década de 70. Por fim, são apresentadas

¹ Fonte: <http://www.measuringworth.com/usgdp/>

² Blinder, Alan, *Six Fingers of Blame in the Mortgage Mess*, *New York Times*, 9/30/2007.

duas visões conflitantes sobre a estrutura de incentivos com a qual as CRAs se deparam nas suas operações.

No Capítulo 4 são apresentados dados que comprovam a acusação de que as CRAs inflacionaram uma proporção significativa das notas dadas a instrumentos securitizados antes de 2007. Antes disso, são expostos os princípios da ‘securitização’: qual a sua motivação, e quais são seus resultados. Finalmente, algumas explicações de porque as CRAs inflacionaram as notas nesse período são analisadas.

O Capítulo 5 apresenta as análises e conclusões de um outro trabalho que explora o que ocorrerá no mercado das CRAs na ausência de uso regulatório, algo que provavelmente ocorrerá nos próximos anos devido à nova legislação sobre o tema em 2010.

Antes de prosseguir para o texto, alguns comentários gerais. Este texto trata primariamente de operação e regulação de CRAs nos Estados Unidos. Portanto, quando não especificado o país de interesse em qualquer trecho onde isso pareça relevante, o leitor pode entender que se trata dos Estados Unidos.

O termo ‘obrigações’ é usado como tradução do termo em inglês “*bonds*”, já que o autor julgou que a palavra ‘debêntures’ não se tratava de uma tradução precisa por ser um instrumento financeiro com características levemente diferentes. Por último, esclareço que hoje a atividade das CRAs envolve avaliação e emissão de notas para uma gama imensa de instrumentos financeiros, que têm em comum o fato de que têm características de dívida da entidade que os emite, e não de ações. Mas este não foi sempre o caso, e a história das CRAs envolve crescimento da gama de instrumentos avaliados ao longo do tempo.

2. Origens e História das CRAs

O Início

O primeiro evento que é considerado como um ato de avaliação de crédito, e ao qual o setor hoje pode traçar diretamente suas origens, foi a publicação em 1909 por John Moody do manual intitulado *Moody's Analyses of Railroad Investments* ⁽¹⁾. Mas este não foi o primeiro manual publicado por Moody. Em 1900 ele havia publicado (sob uma empresa chamada *John Moody & Company*) seu primeiro manual: *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*, que resumia informações e estatísticas sobre ações e obrigações de diversas empresas, instituições e governos nos Estados Unidos ⁽²⁾.

O manual de Moody de 1900 foi um grande sucesso, e em dois meses de vendas já estava esgotado. Em 1903 o manual já era largamente conhecido nos país. No entanto a queda da Bolsa de Valores de Nova York de 1907 freou o sucesso de Moody, e ele teve que vender sua empresa ⁽²⁾.

Quarenta anos antes de John Moody, Henry Varnum Poor havia percebido a necessidade de uma publicação que compilasse de forma compreensiva as principais características e dados financeiros das empresas ferroviárias norte-americanas. Com este propósito em mente, em 1860 Poor publicou *History of the Railroads and Canals of the United States* ⁽³⁾. Em 1868, com ajuda de seu filho Henry William, Poor publicou um novo manual intitulado *Manual of the Railroads of the United States*, e que era atualizado anualmente. Assim como o manual de Moody, as vendas foram tantas que a rodagem inicial esgotou em alguns meses ⁽³⁾.

O motivo pelo qual tanto os manuais de Poor, quanto os manuais de Moody, focaram em empresas ferroviárias, é que no período em que eles publicaram seus primeiros manuais (1860-1910) a atividade que tinha maior demanda de capital era a expansão da malha ferroviária dos Estados Unidos. Na primeira metade do século XIX, as empresas ferroviárias eram relativamente locais e fragmentadas, cada uma operando trechos entre cidades próximas ao redor do país (como a Baltimore and Ohio Rail Road Company, que tinha como objetivo ligar o *Midwest* à costa atlântica) ⁽¹⁾. Neste período, era viável financiar as expansões com emissão de ações e

empréstimos de bancos locais. A partir da segunda metade do século, os projetos de expansão passaram a ser mais ambiciosos (como o projeto de ligar o país de costa a costa, empreendido simultaneamente por duas empresas, a *Union Pacific Railroad*, e a *Central Pacific Railroad*, completo em 1869), as necessidades de capital se tornaram muito grandes. Sendo assim, nasceu o maior mercado de obrigações de empresas ferroviárias norte-americanas, que captava recursos ao redor do mundo, e que no início de século XX era várias vezes maior do que o mercado de obrigações corporativas de qualquer outro país ⁽¹⁾.

Como comentado no início, a publicação de 1909 de John Moody, não foi a primeira publicação do gênero. O que a destaca como a pioneira na realização do que hoje é a atividade das CRAs, é que pela primeira vez além de fornecer um histórico de informações e estatísticas financeiras sobre as empresas e suas obrigações, o manual oferecia também um indicador qualitativo sobre a qualidade dos investimentos, na forma de uma letra-símbolo ⁽²⁾. As letras-símbolos já estavam em uso por firmas que reportavam a qualidade de crédito de empresas desde o início do século XIX nos Estados Unidos³. Nos 15 anos seguintes a Moody's expandiu sua análise para empresas em outros setores da economia, e também passou a avaliar obrigações emitidas por governos estaduais e municipais. A empresa afirma que em 1924 a Moody's avaliava quase todo o mercado de obrigações dos Estados Unidos ⁽²⁾.

Em 1916 a *Poor's Publishing Co.* também passou a oferecer análises das empresas e obrigações abordadas em seus manuais ⁽¹⁾. Em 1941, a *Poor's Publishing Co.* fundiu com a *Standard Statistics*, para formar a *Standard & Poor's Corp.* (doravante também "S&P") A *Standard Statistics* era uma empresa fundada em 1906, com uma história parecida com a Moody's e a Poor's, que inicialmente oferecia uma compilação de dados financeiros de grandes empresas americanas, e depois passou a oferecer uma análise da qualidade das obrigações das empresas em conjunto com as informações ⁽³⁾. Até hoje, como veremos adiante, a Moody's e a S&P, as duas CRAs originais, permanecem como as maiores CRAs do mundo.

³ O que diferencia as CRAs destas firmas que existiam anteriormente, é que as firmas que reportavam crédito funcionavam de forma semelhante ao SPC ou SERASA. Para julgar a qualidade de crédito de uma empresa a única coisa que eles observavam era o histórico destas empresas. Não era feita nenhuma análise financeira para julgar a capacidade que a empresa teria no futuro de honrar seus compromissos.

Outra agência merece menção entre as principais CRAs do mundo. Fundada em 1913, as origens da Fitch são tão antigas quanto as de suas concorrentes. Porém ao longo da maior parte de sua história, a participação de mercado da Fitch permaneceu bastante pequena em relação à participação da Moody's e S&P. Em 1989, uma nova equipe de gestão recapitalizou a Fitch, e em 1997 a empresa fundiu com outra firma especializada em análise de instituições financeiras, a IBCA Ltd. Em 2000 a Fitch adquiriu duas outras CRAs menores, uma americana e uma canadense⁽⁴⁾.

A participação de mercado da Fitch na atividade de avaliação de obrigações ainda varia bastante de setor para setor, apresentando participação elevada em alguns setores, e participação baixa em outros⁴. Tomando o setor mediano em termos de participação da Fitch, no entanto, é possível observar seu crescimento no mercado de CRAs. Em 1997 a Fitch tinha menos de 10% de participação em seu setor mediano, mas em 2007 já tinha quase 30% de participação.

Regulação e Crescimento

Até a década de 1930 as CRAs não foram objeto de nenhum ato de regulação⁽⁵⁾. Seu negócio era baseado em um modelo no qual o investidor pagava pela informação que as CRAs geravam (as notas indicadoras de qualidade). Um problema deste modelo, do ponto de vista das CRAs, era que assim que um novo manual era publicado a informação que elas geravam podia ser imediatamente absorvida pelos preços das obrigações avaliadas. Portanto, as CRAs não conseguiam captar todo o valor das informações que elas geravam, já que existiam *free riders*, agentes que observavam o preço e retorno prometido das obrigações, e podiam deduzir qual a avaliação das agências quanto à qualidade do investimento, e probabilidade de moratória⁵. Estes agentes estariam fazendo uso das informações geradas pelas CRAs, sem pagar pelas mesmas.

⁴ A medida de participação usada é a fração do total de diferentes obrigações existentes no mercado em um dado momento que recebem nota de uma dada CRA. Portanto, diferente da noção comum de participação de mercado, a soma da participação de todas as CRAs não somará necessariamente 100%, já que cada obrigação pode ser avaliada por mais de uma CRA.

⁵ Este só é o caso se consideramos que o mercado aceita as avaliações das CRAs como precisas, e passam a aplicar taxas de desconto compatíveis nas suas análises de cada obrigação. Na realidade só é possível observar a taxa de desconto que o mercado está praticando para cada obrigação.

Em 1936 o *Office of the Controller of the Currency* (um escritório do Departamento do Tesouro dos EUA encarregado de regular os bancos nacionais, doravante “OCC”) determinou que os bancos só poderiam investir em obrigações avaliadas como *investment grade* (nota BBB ou maior, segundo escala da S&P⁶). No entanto, não ficou especificado quais agências ou publicações poderiam servir como referência, somente que deveriam ser “manuais de avaliação reconhecidos” – que implicava as principais CRAs à época: Fitch, Moody’s, Standard Statistics, e Poor’s⁽⁵⁾.

O mercado de obrigações norte-americano permaneceu bastante estável nos 20 anos após a 2ª Guerra Mundial. As condições econômicas do país permaneceram bastante positivas ao longo de todo o período. Isto contribuiu para que somente 0,1% das obrigações emitidas no período sofressem moratórias. Neste ambiente a demanda pelo serviço das CRAs era muito baixa, e elas não faziam parte do cotidiano do mercado financeiro⁽¹⁾.

Um evento relevante na história das CRAs foi a moratória de US\$ 82 milhões da Penn Central em 1970. Anterior à moratória, os investidores confiavam principalmente na reputação do emissor para tomar suas decisões de investimento. Após a moratória, para aumentar a confiança dos investidores em suas obrigações (e conseqüentemente diminuir a taxa de juros à qual tomavam dinheiro), emissores passaram a usar as CRAs para obter uma nota antes da emissão, que seria divulgada para o mercado⁽⁶⁾.

Esta foi uma mudança muito importante no modelo de negócios das CRAs. Agora quem pagava pelo serviço de avaliação não eram mais os investidores, e sim os emissores de papéis financeiros. Outro fator que contribuiu para esta mudança foi a disponibilidade de fotocópias a custo baixo a partir da década de 70, que tornou a venda de relatórios impressos um negócio pouco lucrativo⁽⁵⁾.

Em 1975, o *U.S. Securities and Exchanges Commission* (doravante “SEC”), agência federal encarregada de regular o mercado de valores mobiliários dos Estados Unidos (a agência equivalente no Brasil é a Comissão de Valores Mobiliários), instituiu a regra 15c3-1, que estipulava que *broker-dealers* – atividade básica das

⁶ Ver tabela 1 para uma comparação dos sistemas de notas de cada CRA.

instituições normalmente conhecidas como bancos de investimentos – deveriam calcular seus requerimentos líquidos de capital com base nas notas emitidas por uma *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (doravante “NRSRO”) ⁽⁶⁾.

A regra 15c3-1 foi importante em dois sentidos. Por um lado, assim como o OCC em 1936, havia criado por meio de regulação uma demanda pelas CRAs. A novidade ficou por conta da designação de NRSRO, que efetivamente criou uma barreira de entrada para o mercado. As condições e procedimentos para que uma firma recebesse a designação eram muito vagas⁷, e inicialmente somente Fitch, Moody’s e S&P a receberam ⁽⁵⁾.

Mesmo com a introdução de regulação bastante favorável ao negócio das três grandes CRAs – demanda garantida e reserva de mercado – o crescimento demorou a vir. Em 1980, a S&P tinha 30 empregados na área de análise de empresas industriais, e em 1986 este número era 40. Já em 1995 a S&P empregava um total de 1.200 funcionários, sendo 800 destes analistas. A Moody’s expandiu de forma semelhante no período ⁽⁷⁾.

Em 1997, o SEC finalmente propôs critérios formais para a avaliação das firmas que desejassem receber e manter a designação de NRSRO. No entanto as novas regras

⁷ Segundo relatório do próprio SEC para o Congresso dos EUA em 2003 (disponível em <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>), os critérios (não-divulgados) que os funcionários do SEC usavam para avaliar uma firma que aplicasse para receber a designação de NRSRO:

The single most important factor in the Commission staff’s assessment of NRSRO status is whether the rating agency is “nationally recognized” in the United States as an issuer of credible and reliable ratings by the predominant users of securities ratings. The staff also reviews the operational capability and reliability of each rating organization. Included within this assessment are: (1) the organizational structure of the rating organization; (2) the rating organization’s financial resources (to determine, among other things, whether it is able to operate independently of economic pressures or control from the companies it rates); (3) the size and quality of the rating organization’s staff (to determine if the entity is capable of thoroughly and competently evaluating an issuer’s credit); (4) the rating organization’s independence from the companies it rates; (5) the rating organization’s rating procedures (to determine whether it has systematic procedures designed to produce credible and accurate ratings); and (6) whether the rating organization has internal procedures to prevent the misuse of nonpublic information and whether those procedures are followed. The staff also recommends that the agency become registered as an investment adviser.

If the Commission staff determines that a rating agency can be considered an NRSRO, it issues a “no-action” letter stating that it will not recommend enforcement action to the Commission if ratings from the rating agency are considered by registered broker-dealers to be ratings from an NRSRO for purposes of applying the relevant portions of the Net Capital Rule. On the other hand, if the staff concludes that a rating agency should not be considered an NRSRO, it may issue a letter denying a request for no-action relief.

não foram implantadas ⁽⁵⁾. No início dos anos 2000 dois grandes escândalos financeiros, as falências da Enron e da WorldCom, abalaram a confiança do mercado nas CRAs, que não tinham antecipado o risco de falência destas empresas em suas notas. O SEC respondeu redefinindo os procedimentos e critérios para que uma firma recebesse a designação de NRSRO. Foram instituídos formulários específicos, pedindo informação detalhada sobre diversas questões que o SEC julgou relevantes. O processo se tornou mais claro, porém a substância dos critérios não se alterou.

Alguns dos requerimentos implantados pelo SEC criaram uma situação de quase impossibilidade para que uma nova firma adquirisse a designação de NRSRO. Para ter aprovada sua aplicação, uma firma precisa que 10 investidores institucionais qualificados (independentes da CRA que está aplicando) certifiquem que usam as notas da firma em questão há pelo menos três anos. Ou seja, para se tornar NRSRO uma firma precisa já estar no negócio de CRA, usada por pelo menos 10 investidores. Mas para estar no negócio de CRA, a firma precisa ter a designação NRSRO, porque caso contrário suas avaliações não bastam para uma instituição cumprir os diversos requerimentos regulatórios que dependem de NRSROs (mais sobre a regulação à diante). Esta regra torna muito difícil que uma nova firma consiga obter a designação NRSRO, e conseqüentemente possa competir com as firmas incubentes ⁽⁵⁾.

De fato, nos últimos 25 anos somente quatro outras firmas que não Fitch, Moody's e S&P, receberam a designação de NRSRO. No entanto, por meio de fusões e aquisições, em 2000 as únicas firmas que mantinham a designação eram as três originais ⁽⁸⁾.

Uso Regulatório

Em um mercado não-regulado no lado da demanda, a demanda pelas análises e opiniões das CRAs dependeria essencialmente do valor que os consumidores julgassem que as mesmas lhe conferem, em termos de informação. Mesmo diante da situação em que os emissores de papéis pagam pela nota, se os consumidores não percebessem nenhum valor nas análises das CRAs e não prestassem atenção a elas, provavelmente nenhum emissor de papéis pagaria as CRAs para analisar o ativo e publicar uma nota.

Porém, como mencionado acima, a demanda pelo produto das CRAs está estabelecida em regulação nos EUA desde 1975. Ao longo das últimas três décadas o setor financeiro nos EUA passou por uma crescente regulação, especialmente as instituições que servem um público mais abrangente, como bancos comerciais, seguradoras, fundos de pensão e fundos “*money market*”. Esta regulação teve como objetivo geral tornar o sistema financeiro mais estável e de proteger os investidores de perdas devido a eventuais insolvências destas instituições ⁽⁹⁾.

Elas também têm o espírito de proteger os pequenos investidores de decisões de má fé por parte de gestores, como por exemplo, investir em ativos de alto risco visando um retorno maior, que dependendo de contratos de remuneração, pode favorecer o gestor do fundo, mas colocar a poupança dos investidores em maior risco do que eles gostariam. Sendo assim, uma solução para mitigar este risco é estabelecer um patamar máximo de risco para os investimentos de certos tipos de fundos e instituições ⁽¹⁾.

Com isto em mente, o SEC estabeleceu ao longo destes anos normas que visam limitar a quantidade de ativos de maior risco que estas instituições podem comprar e manter. Estas normas muitas vezes levavam em conta as notas das CRAs para definir quais ativos eram “arriscados”, e quais não eram. Por exemplo, alguns tipos de instituições podiam ser proibidas de comprar ativos abaixo de uma certa nota. Outra forma que esta regulação toma é na regulação do capital próprio que as instituições devem manter, onde pode ser especificado que uma fração ou todo o capital deve estar na forma de ativos acima de uma dada nota ⁽⁹⁾. O SEC relatou em 2008 que um total de 44 de suas regras para instituições financeiras diversas incorporavam as notas de CRAs ⁽¹⁰⁾.

O Acordo de Capital de Basileia II, assinado por inúmeros países, também confere uma importante função regulatória às notas das CRAs. O acordo visa, entre outras coisas, estabelecer regras de capital próprio mínimo que um banco deve ter para estar razoavelmente protegido de calotes, de acordo com o perfil de seus ativos. Nele, são estabelecidas três formas de um banco calcular suas necessidades de capital, das quais duas estabelecem as notas das CRAs como um parâmetro central ⁽⁵⁾.

Uma situação semelhante, porém que não consiste num uso propriamente regulatório, é o uso de notas das CRAs em contratos privados, porém não regulados.

Isso cria uma demanda para as CRAs, porém pode-se dizer que decorre do fato de que os agentes consideram as notas das CRAs um bom parâmetro para avaliar risco de crédito.

O uso regulatório das CRAs criou uma situação diferente da explicada inicialmente no caso de um mercado livre (pelo menos do lado da demanda). No mercado regulado a demanda não depende mais do valor que os investidores atribuem a uma nota, e portanto, também não depende mais da qualidade da nota⁽⁷⁾.

3. Fundamentos Microeconômicos e as visões de “Capital Reputacional” e “Licença Regulatória”

Quando John Moody publicou seu primeiro manual, no ano de 1909, fazia 300 anos que os holandeses haviam revolucionado o mercado financeiro. Em 1609, nasceu a primeira sociedade por ações, a Companhia Holandesa das Índias Orientais, assim como o primeiro Banco Central. De certa forma os holandeses tinham então o primeiro sistema financeiro moderno da história ⁽¹⁾. Este sistema evoluiu e se espalhou pelo mundo, chegando à Inglaterra, França, e mais tarde aos Estados Unidos.

O sistema financeiro tinha passado por mais de 300 anos sem o serviço das CRAs. O que fez com que elas aparecessem no início do século XX, de forma orgânica e não por meio de lei ou decreto? Qual a explicação econômica da sua atividade? Tentarei responder estas perguntas nas duas seções adiante.

Seleção Adversa

A situação do investidor que deseja adquirir uma obrigação de uma empresa, como forma de obter rendimentos sobre suas economias, e a empresa que deseja emitir e vender a obrigação, como forma de adquirir capital para expandir suas operações, em muitos casos é semelhante à situação descrita por George Akerlof em seu trabalho *“The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”*, de 1970.

Neste trabalho, Akerlof descreveu os problemas existentes na transação de um carro usado. A pessoa vendendo o carro sabe da sua qualidade, enquanto que a pessoa que está considerando comprá-lo a princípio não sabe, e a situação pode ser chamada de uma situação de informação assimétrica. O comprador pode ter alguma informação sobre a proporção de carros usados “bons” e “ruins” no mercado, e diante desta incerteza decidir que só pagaria um preço médio ponderado por um carro usado. A este preço médio, provavelmente os donos de carros usados bons não irão vender seus carros, pois o carro tem valor maior do que o comprador está disposto a pagar. Só restarão os vendedores de carros ruins, e os compradores, cientes desta lógica, não comprarão os carros ao preço médio. No final das contas só os carros ruins trocariam

de mão, enquanto nenhum carro bom seria transacionado. Este resultado ineficiente no sentido de Pareto resulta da assimetria de informação.

Exatamente por isso as empresas que emitem obrigações divulgam suas informações financeiras periodicamente, além de um extenso prospecto antes da emissão, detalhando planos, fatores de risco, e outras questões. Para uma pessoa com conhecimentos em análise financeira, todas estas informações permitem avaliar a capacidade de uma empresa, governo, ou outra entidade, realizar os pagamentos de acordo com as condições da obrigação. Por isso o mercado financeiro, e em particular o de obrigações, funcionou por 300 anos sem participação das CRAs.

Mas o mercado financeiro dos Estados Unidos no início do século XX tinha um fator novo. Uma quantidade muito grande de diferentes ativos, se comparado aos mercados em outros lugares do mundo, e a presença cada vez maior de investidores de menor porte e/ou não-institucionais⁽¹⁾.

Para o investidor não educado em finanças, mesmo diante de toda a informação possível sobre o ativo que está pensando em adquirir, e empresa que o emitiu, pode ser muito difícil julgar a capacidade de pagamento do emissor, e portanto a qualidade do investimento (da mesma forma que eu, mesmo diante do carro usado que estou considerando comprar, não consigo julgar se ele é um “abacaxi”).

É para estes investidores “menos sofisticados” que surge a oportunidade para vender análises e consultoria financeira. Antes das CRAs este trabalho era feito pelos bancos de investimento, que realizavam um intermédio entre empresas emissoras de obrigações e os investidores, associando seu nome à emissão como forma de garantir para os investidores a qualidade do investimento. O motivo pelo qual os bancos de investimento perderam parte de seu mercado para as CRAs foi que o modelo dos bancos restringia suas informações e análises aos seus clientes. O que as CRAs fizeram foi levar este serviço ao resto do mercado, e de forma mais barata, por não estar associada à atividade de corretagem⁽¹⁾.

Risco Moral

Como foi explicado no capítulo anterior, as CRAs são usadas até mesmo em regulação para aliviar problemas de agente-principal. Um problema de agente-

principal existe quando uma pessoa ou entidade, o principal, contrata outra pessoa ou entidade, o agente, para realizar alguma tarefa ou serviço de interesse do principal. Além disso, esta é uma situação de assimetria de informação, pois muitas vezes o agente é um especialista na área de seus serviços, e o principal não. Este é normalmente o caso, por exemplo, quando uma pessoa contrata um corretor para vender sua casa. Especificamente, no âmbito de finanças, este é o caso muitas vezes de fundos de investimento e fundos de pensão, nos quais as pessoas estão essencialmente contratando um gestor, o agente, para administrar seus investimentos.

O problema que existe nestes casos é que o agente pode perceber que existe alguma ação que pode não favorecer o principal, mas pode lhe favorecer. Por exemplo, um gestor pode investir em ativos mais arriscados, que premiam o risco incorrido, porém ele não sofrerá perdas financeiras pessoais se o investimento for mal sucedido. Esta situação é chamada de risco moral. Em geral, pode ser descrito como a situação onde um agente (agente 1) em uma dada situação possui mais informação do que outro(s) (agente 2), ou suas atividades não podem ser observadas. Porém as decisões do agente 1 têm impacto no bem-estar do agente 2.

Ao obrigar determinadas instituições financeiras a terem certos pisos de qualidade de ativos, baseado nas avaliações de CRAs, os reguladores estão tentando aliviar o problema de risco moral existente nestas instituições. Mas ocorre que o problema não é inteiramente aliviado, e parte dele é passado para as CRAs. Nesta situação, se as CRAs percebem algum incentivo para inflacionar a nota de um dado ativo, ou um dado grupo de ativos, e investidores – na forma de fundos e instituições reguladas – investirem nestes ativos confiando na análise das CRAs, eventuais perdas decorrentes serão incorridas pelas instituições, e em última instância pelos investidores, porém não pelas CRAs. O risco moral permanece, ele só tem um novo personagem.

Capital Reputacional

Uma visão prevalente sobre a atividade das CRAs é a visão de Capital Reputacional. Um indivíduo ou entidade desenvolve uma reputação a partir do histórico de suas interações com outros agentes. Esta reputação muitas vezes influencia as expectativas de um agente ou mais, quanto à ação de outra em uma

interação futura. Um indivíduo que historicamente cumpre com aquele que ele promete, adquirirá uma boa reputação, ou Capital Reputacional.

Para muitos, inclusive as próprias CRAs (pelo menos julgando por seus discursos públicos), Capital Reputacional é essencial para o sucesso continuado de uma CRA. Segundo esta teoria, investidores só levam em conta as avaliações das CRAs porque as mesmas no passado estiveram corretas em suas análises e opiniões. Se uma CRA repetidamente cometesse erros nas suas avaliações (por exemplo, dar nota AAA a um ativo que sofra moratória alguns meses depois), esta agência perderia Capital Reputacional, e os investidores hesitariam, ou simplesmente deixariam de levar em conta suas notas ⁽⁷⁾.

Pelo motivo anterior, os lucros futuros e a existência continuada das CRAs dependem da qualidade de suas análise e notas. Portanto é no melhor interesse das CRAs buscar sempre oferecer as avaliações de maior qualidade possível e não-viesadas. Não seria rentável oferecer uma nota sabidamente imprecisa em troca de uma compensação extraordinária, porque a perda de Capital Reputacional afetaria os rendimentos futuros. Outro ponto que surge, é que as CRAs não deveriam oferecer avaliações e notas sobre instrumentos financeiros quando elas julgam não possuir um bom entendimento do instrumento, seus possíveis estados de natureza futuros, e a probabilidade destes estados. Neste caso seria melhor simplesmente se recusar a oferecer uma nota, para não correr risco de perder Capital Reputacional.

Segundo esta visão, o sucesso continuado da Fitch, Moody's, e S&P decorre de um histórico de avaliações de boa qualidade. Se este não fosse o caso, estas firmas teriam sido substituídas por outras na função de principais CRAs. Também de acordo com esta visão, o problema de risco moral é controlado, pois os benefícios de obter um ganho de curto prazo para inflacionar uma nota são menores que o custo futuro decorrente da perda de reputação.

Também vale ressaltar que as CRAs, sempre que questionadas sobre suas notas nas ocasiões em que elas posteriormente se provaram infundadas, seja diante do Senado dos Estados Unidos ou dentro de um tribunal, defenderam que suas notas se tratavam simplesmente de opiniões, e não recomendações para investir. Desta forma, sua atividade está protegida pela 1ª Emenda da Constituição Americana, que garante a

liberdade de expressão. Inclusive, as CRAs se auto-caracterizam como empresas de publicação, e não de serviços financeiros⁽¹¹⁾.

Licença Regulatória

O acadêmico Frank Partnoy, da Universidade de San Diego, introduziu uma visão diferente sobre a atividade das CRAs, que ele chamou “visão de licença regulatória”. Em primeiro lugar, deve-se ressaltar que na ausência de regulação, esta visão concorda com a visão de capital reputacional. As firmas teriam demanda, e logo receita, devido ao valor que suas notas têm para os investidores, e que este valor depende da reputação da firma em questão⁽⁷⁾.

Porém, dadas as condições de mercado prevalentes, a regulação que dificulta a entrada de novos concorrentes, e o uso regulatório das notas das CRAs, que produz uma demanda independente da qualidade das notas, as CRAs não têm mais os mesmos incentivos que na ausência de regulação.

A situação do mercado regulado é tal que o emissor de um ativo financeiro tem maiores ganhos quanto maior for a nota que uma CRA lhe atribuir. Isso porque a cada degrau de notas mais investidores regulados podem adquirir o ativo. Por exemplo, dado dois ativos com características iguais, porém o primeiro recebe uma nota de “grau de investimento”, e o segundo não, o primeiro tem a possibilidade de ser adquirido por um número maior de investidores. Portanto, o primeiro ativo provavelmente será alvo de uma demanda maior, elevando seu preço na emissão (se tratando de um leilão onde toda a oferta deve ser esgotada), e conseqüentemente reduzindo a taxa de juros paga pelo emissor.

Dada esta situação, pode-se dizer que as CRAs estão na realidade vendendo uma “licença regulatória” para os emissores de ativos. Sem esta licença os emissores não têm acesso à maior parte do mercado financeiro, e portanto incorrem em custos maiores. A licença reduz os custos, e logo os emissores estão dispostos a pagar no máximo a diferença dos custos pela avaliação das CRAs⁽⁷⁾.

Também na visão de Partnoy, as CRAs não estão tão preocupadas com a qualidade de suas notas (sua habilidade de consistentemente representar o risco de crédito de um dado ativo), e podem aproveitar oportunidades de retornos anormais em

detrimento de sua reputação, visto que sua demanda persistirá devido à regulação. Uma firma só estaria preocupada em não perder sua designação de NRSRO⁽⁷⁾.

4. A Crise de 2007-2008

A história da crise econômica que teve início nos Estados Unidos em 2007 e 2008 tem as CRAs como personagens essenciais. No entanto, antes de falar mais sobre a atuação das mesmas, é interessante apresentar o fenômeno da securitização, que criou os ativos financeiros chaves da crise.

Securitização

O termo ‘securitização’ se refere a uma larga gama de estruturas, mas que têm em comum a característica de que compilam empréstimos (podendo ser vários tipos de empréstimos, como hipotecários, cartões de crédito, e muitos outros) ou outros instrumentos financeiros em uma nova empresa, chamada de *Special Purpose Entity* (doravante “SPE”), que por sua vez emitiam um instrumento securitizado (em inglês o substantivo “*security*” se refere a qualquer instrumento financeiro), que tem direitos sobre o fluxo de caixa dos ativos que o formam. Na sua forma mais básica, uma firma que realizou uma série de empréstimos, por exemplo, mil empréstimos hipotecários em todo o país, compila estes empréstimos e vende um novo ativo financeiro que tem direitos sobre o fluxo de caixa resultante destes empréstimos. No caso, este novo instrumento é emitido em grandes números, porém todas as emissões são iguais, e logo os investidores que os comprarem têm uma participação no fluxo de caixa do esquema proporcional à quantidade adquirida⁽¹²⁾.

Esta forma mais simples de securitização, chamada de “*pass-through*” em inglês, é praticada desde a década de 70, em especial com empréstimos hipotecários pelas firmas Ginnie Mae e Freddie Mac, que são apoiadas pelo governo federal americano. O objetivo geral desta forma de securitização, assim como a que será apresentada a seguir, é levantar novo capital, possivelmente para realizar novos empréstimos ou investimentos⁽¹³⁾. Desta forma, uma mesma firma com um dado capital inicial, poderia, em teoria, realizar empréstimos até este valor de capital, securitizá-los e vendê-los, e repetir o processo indeterminadamente. As firmas praticantes de securitização estão funcionando como intermediárias financeiras, enquanto os credores na realidade são os investidores que adquirem os instrumentos securitizados.

Antes de prosseguir, também vale ressaltar algumas características de instrumentos securitizados, em especial aqueles que se baseiam em empréstimos hipotecários. Assim como num empréstimo hipotecário comum, o principal risco do credor é não-pagamento por parte do devedor. Como um instrumento securitizado pode possuir milhares de contratos de hipoteca, o não-pagamento por parte de um devedor não afetará gravemente o fluxo de caixa dos credores. Os instrumentos também tendem a combinar hipotecas de diferentes partes do país, de forma que um choque negativo que cause não-pagamentos em uma região, não afetará gravemente o fluxo de caixa dos investidores. Porém, um choque que afete a capacidade de pagamento de devedores em todo o país pode ser bastante negativo para os investidores, e portanto os investidores estão preocupados com risco sistêmico.

Também como no empréstimo hipotecário comum, as propriedades adquiridas pelos devedores são colaterais para o empréstimo. No caso de não-pagamento, o credor pode se apropriar da casa e vendê-la para quitar a dívida. Esta característica permanece mesmo quando as hipotecas são securitizadas. A partir disso, o valor de mercado das casas se torna um fator importante. Digamos que uma casa é adquirida a um valor X , tomando um empréstimo do mesmo valor. Se daqui a um ano o devedor não tiver condições de honrar seus pagamentos, mas a casa está valendo $X + E$ no mercado (E é um valor positivo), e o credor a vender a este novo valor, ele quitará a dívida e ainda retornará E para o devedor. Neste caso o credor não teve perda financeira, mesmo considerando que houve não-pagamento⁸.

Levando para o caso de um instrumento securitizado, novamente envolvendo contratos de hipoteca espalhados pelo país, os investidores estão de certa forma protegidos pelo valor dos imóveis. Só uma queda no valor dos imóveis no país como um todo os preocupa, já que seu portfólio de hipotecas é diversificado.

Novamente, no entanto, nos deparamos com um problema de seleção adversa. Dado que o emissor de um instrumento securitizado provavelmente tem mais informação sobre o fluxo de caixa dos ativos subjacentes e sua distribuição de

⁸ Este exemplo não é muito fiel à realidade, porém serve para explicar a intuição. No mundo real, na maioria dos casos se exige que o devedor pague uma “entrada”, que quer dizer que o empréstimo tomado não representa 100% do valor do imóvel. Também é válido ressaltar que o principal da dívida diminui ao longo do tempo, e que em uma eventual liquidação ao final do período do empréstimo o credor ainda venderia a casa, porém a maior parte do valor da venda ficaria com o devedor após quitar o principal ainda existente.

probabilidade que os investidores, os últimos podem antecipar que uma emissão grande significa os ativos não são de boa qualidade, e portanto não estão dispostos a pagar o valor desejado pelo emissor⁽¹³⁾.

Para resolver este problema o emissor gostaria de sinalizar para os investidores que os ativos subjacentes são de qualidade consistente com o prêmio de risco pago pelo novo ativo. O emissor pode reter ele mesmo parte de sua emissão, para sinalizar sua confiança no ativo. O problema é que isto cria um custo obviamente, já que o emissor está levantando capital, e neste caso levantará menos capital⁽¹³⁾.

Outra forma que existe para resolver o problema de seleção adversa é o que se chama “*tranching*”. Neste modelo o emissor compila todos os ativos que serão subjacentes do novo instrumento, porém ao invés de emitir uma série de papéis idênticos, ele emite diferentes grupos de papéis (cada grupo se denomina um “*tranch*”), com diferentes níveis de senioridade. O que a senioridade de um papel indica, é que ele só incorre em perdas a partir de um certo nível de perdas entre os ativos subjacentes como um todo⁽¹²⁾.

Para exemplificar, digamos que um certo esquema possui somente dois *tranches* diferentes, um sênior, outro junior (às vezes chamado de “*equity*”, por mais que não o seja estritamente). Pode ser estabelecido que o *tranche* sênior só incorra em perdas quando as perdas dos ativos subjacentes superarem 20%. Até o limite de 20% de perdas os investidores na *tranche* junior arca com todo o prejuízo. Isso gera um ativo, a *tranche* sênior, cujo perfil de risco não é mais o mesmo que o perfil de risco médio dos ativos subjacentes, como no caso de securitização sem *tranching*⁽¹²⁾.

Tranching resolve o problema de seleção adversa, já que normalmente o emissor retém uma parte do capital mais junior de um dado arranjo. Isto reforça a percepção que o investidor tem da confiança do emissor na qualidade dos ativos subjacentes, já que o emissor está em uma posição onde ele cobrirá eventuais perdas dos investidores até um certo limite.

O mercado de instrumentos securitizados cresceu imensamente desde seu primeiro uso, pelo Bank of America em 1977. Ele foi impulsionado principalmente pela crescente demanda por empréstimos hipotecários nos Estados Unidos nas décadas de

70, 80 e 90. Em Janeiro de 2008 este mercado de instrumentos financeiros securitizados era o maior mercado do mundo ⁽¹²⁾.

Antes de prosseguir, é importante esclarecer alguns dos nomes atribuídos às formas de securitização mais comuns ⁽¹²⁾:

- *Asset-backed securities* (ABS): o termo mais geral, que indica um instrumento securitizado cujos ativos subjacentes têm origens diversas. Tipos comuns de colateral para ABSs são financiamento de veículos, empréstimos estudantis, dívidas de cartão de crédito, etc.
- *Mortgage-backed securities* (MBS): um instrumento securitizado em que os ativos subjacentes são empréstimos hipotecários, tanto para residenciais quanto comerciais.
- *Collateralized debt obligations* (CDO): o termo geral para instrumentos securitizados que estão divididos em *tranches*. Seus ativos subjacentes podem ser empréstimos primários, assim como outros instrumentos securitizados
- *Collateralized mortgage obligations* (CMO): são CDOs cujos ativos subjacentes são hipotecas. Porém, em geral, não são empréstimos individuais, e sim diferentes MBSs

A crise de qualidade das CRAs

Como vimos anteriormente, notas acima de certos níveis por parte das CRAs abrem as portas para as maiores investidores institucionais do mercado. Além do problema de liquidez explicado na seção anterior, *tranching* também permite que uma compilação de ABSs com uma dada nota média sirva de ativos subjacentes para gerar um CDO cujo *tranch* sênior recebam uma nota de crédito mais alta, já que ele está exposto a menos risco.

Um dado notável sobre os instrumentos securitizados emitidos antes de 2007, é que entre 70% e 85% dos avaliados receberam a nota mais alta, AAA ⁽¹²⁾. Receber esta nota podia ser particularmente interessante para os emissores, já que os investidores querem um prêmio de risco menor para investir em ativos considerados

mais seguros. No entanto, vale ressaltar que CDOs avaliados AAA normalmente pagavam taxas superiores a dívidas corporativas ou soberanas com nota igual.

O trabalho Efraim Benmelech e Jennifer Dlugosz trata de reportar a má qualidade das notas atribuídas a CDOs antes da crise de 2007-2008. Má qualidade pode ser entendido como notas que no futuro se provam infundadas, podendo ser observado como um calote ou um rebaixamento significativo da nota ⁽¹²⁾. Eles usam principalmente dados da Moody's, que é a maior das CRAs, e que são bastante completos sobre as avaliações de instrumentos securitizados desde a década de 80. Além disso, eles usam dados que se referem a instrumentos securitizados emitidos entre 2005 e 2007, com informação das notas de todas as três grandes CRAs.

Eles observam que a quantidade de rebaixamentos das notas dadas a CDOs superou a quantidade de promoções nos anos de 2002 e 2003, e novamente nos anos de 2007 e 2008. Em 2007, 7,2% dos CDOs avaliados tiveram suas notas rebaixadas, enquanto nos três primeiros trimestres de 2008 o número total de rebaixamentos foi 36.880 (representando mais de 25% do total de CDOs avaliados), superando acumulado dos três anos anteriores. Também é possível calcular o rebaixamento médio, considerando que uma variação de um nível para outro conta como 1 (negativo ou positivo, dependendo da direção da variação). Os rebaixamentos em 2007 e 2008 foram, portanto, não somente mais comuns do que em anos anteriores, como também mais severos ⁽¹²⁾.

Outro fato que chama atenção é que rebaixamentos de CDOs que tinham a nota mais alta (AAA) representaram 31% do total de rebaixamentos em 2008, uma proporção muito superior à observada nos anos anteriores, inclusive 2007. O tipo de instrumento que foi mais rebaixado, tanto em 2007 quanto em 2008, foram MBSs, porém baseados em “segundas hipotecas”, quando o devedor toma um novo empréstimo com a casa como colateral (também chamados de “*Home Equity loans*”) ⁽¹²⁾.

O trabalho também estabelece uma comparação da maior parte de indicadores gerados com os semelhantes para obrigações corporativas (o instrumento mais tradicional do mercado e das CRAs). Obrigações corporativas são sensíveis a mudanças no cenário macroeconômico, assim como ativos securitizados. No entanto, os dados indicam que as notas dadas às obrigações corporativas permaneceram mais

estáveis ao longo de todo o período estudado. Mesmo durante 2007 e 2008, o número de rebaixamentos, nem sua magnitude, cresceram da mesma forma que para os ativos securitizados⁽¹²⁾.

A bolha e a crise financeira

Frank Partnoy já se referiu às CRAs como “*gatekeepers*”, indicando que eles guardam a porta para o mercado financeiro⁽¹¹⁾. Se este é caso, ao concederem as primeiras notas elevadas para ABSs e CDOs, eles estavam abrindo as portas do mercado financeiro para os emissores destes instrumentos. É importante salientar que sem as notas acima de um certo patamar, o crescimento das emissões de novos instrumentos securitizados não seria tal como foi, visto que os maiores investidores institucionais estariam impedidos de comprá-los⁽¹⁴⁾.

Gary Gorton explica que existe uma demanda muito grande por ativos considerados altamente seguros no que ele chama de “*shadow banking system*”⁽¹⁵⁾. Estes ativos são largamente usados como colateral em transações entre grandes instituições, chamadas de “*repos*”, já que um partido toma emprestado, e em contrapartida deixa como colateral uma certa quantidade de ativos financeiros. Estes partidos têm um acordo em que a transação pode ser revertida no dia seguinte. Em seu trabalho, Gorton explica que este mercado é praticamente tão grande quanto o mercado bancário tradicional⁽¹⁵⁾.

Quando CDOs se provaram uma maneira viável de criar novos papéis com notas elevadas de crédito, em alta demanda pelo mercado, os emissores de CDOs – em grande parte os maiores bancos de investimentos – usaram esta oportunidade para emitir cada vez mais novos instrumentos. À medida que o apetite por CDOs do mercado crescia, crescia também a demanda por novos empréstimos na outra ponta. Foram gerados cada vez mais novos empréstimos, em especial na categoria chamada “*subprime*”, que são devedores que cujas condições de pagamento são questionáveis (em geral devido à baixa renda, ou uma grande quantidade de outras dívidas pendentes).

Como foi explicado antes, os bancos de investimentos que emitiam os instrumentos securitizados retinham parte deles em seu próprio balanço. Além disso,

em 2007 os principais bancos de investimento nos Estados Unidos se encontravam altamente alavancados. Nos anos anteriores esta estratégia havia dado resultados, e os bancos postaram lucros recordes, e remuneraram os seus executivos e funcionários generosamente⁹. Mas esta era uma situação frágil, onde variações negativas pequenas no valor dos ativos dos bancos poderiam deixá-los insolventes.

A crise teve seu início no começo de 2007, quando as estatísticas de execução de hipotecas e de valor dos imóveis nos Estados Unidos começaram a tomar valores preocupantes. Em 9 de agosto do mesmo ano os mercados se mostraram preocupado com a presença de CDOs em instituições financeiras. A crise se tornou mais grave à medida que instituições financeiras começaram a exigir valores maiores de colateral em suas transações. Isto causou a venda emergencial de ativos, que deflacionou os preços dos mesmos⁽¹⁵⁾. Os principais bancos de investimentos dos Estados Unidos se encontraram em posições muito frágeis, e um deles foi à falência (Lehman Brothers), alguns foram adquiridos ou fundiram, e todos tiveram que contar com ajuda do governo para se manterem líquidos. Até o ano de 2009, os bancos anunciaram perdas devido a re-avaliações de CDOs e outros instrumentos securitizados que totalizaram US\$ 209 bilhões⁽¹²⁾.

Explicações para a má qualidade das notas

Naturalmente, diante de notas que se provaram infundadas e tiveram consequências tão drásticas, buscamos fatores que expliquem o fenômeno. À diante estão algumas das explicações oferecidas por acadêmicos e comentaristas.

Uma explicação é chamada de “*ratings shopping*”, que pode ser definido como o emissor de um instrumento buscando como avaliadora a CRA que dará a maior nota para seu produto, ou que alternativamente usa modelos e premissas que inflacionam a nota do instrumento a ser emitido. Se os emissores assim se comportam, as CRAs competirão para entregar as maiores notas, e logo as notas serão inflacionadas⁽¹²⁾.

No entanto, isso só é prevalente se a quantidade de diferentes emissores é pequena. No mercado de obrigações corporativas o número de emissores é imenso. Já

⁹ “‘*Bonus heaven*’ at Goldman Sachs after record year - *Business - International Herald Tribune*” disponível em <http://www.nytimes.com/2006/12/13/business/worldbusiness/13iht-goldman.3884286.html>

no mercado de instrumentos securitizados, os emissores eram somente os principais bancos de investimentos. Além disso, os lucros com a avaliação de ativos securitizados eram o principal motor de crescimento das CRAs. As CRAs ofereciam consultoria para os bancos de investimentos para avaliar que formatos de CDOs eles deveriam estruturar. Por isso é de se esperar que as CRAs tenham sofrido pressão para inflacionar as notas de ABSs e CDOs⁽¹⁶⁾.

Outra hipótese é a de que os modelos e premissas que as CRAs utilizaram para avaliar os instrumentos não eram adequados. Isto pode ser em grande parte devido à complexidade inerente aos instrumentos securitizados, especialmente CDOs compostos por ABSs. As CRAs não possuíam a mesma experiência avaliando os novos instrumentos que tinham avaliando instrumentos mais tradicionais. Também é possível que os emissores, sabendo de que tipo de modelo era utilizado, desenhavam seus instrumentos para se aproveitar das características do modelo, e obter notas maiores⁽¹²⁾.

Uma extensão interessante da hipótese de modelos falhos e pouca experiência, é que se as CRAs estavam cientes disso, e portanto da sua baixa capacidade de adequadamente avaliar o risco de crédito dos instrumentos, seria prudente não concordar em avaliar os ativos (pelo menos segundo a visão de capital reputacional). Uma troca de mensagens entre dois analistas da Standard & Poor's, obtido pela Câmara dos Representantes nos Estados Unidos, revela que os analistas tinham sérias dúvidas sobre a capacidade de avaliação do modelo que estavam usando, mas que ainda assim emitiriam uma nota¹⁰

As duas explicações acima não são mutuamente excludentes, podendo as duas terem tido efeito na inflação das notas. Inclusive o trabalho desenvolvido por Skreta e Veldkamp relaciona as duas, indicando que quão mais complexo for um ativo, e portanto mais custoso para avaliar, maior é o incentivo para ceder a “*ratings shopping*” e inflacionar as notas⁽¹⁷⁾. Em todo caso, ambas reforçam a validade da visão de “Licença Regulatória”, e enfraquecem a visão de “Capital Reputacional”.

¹⁰ “S&P Officials: We'd Do a Deal 'Structured by Cows'”, CNBC, disponível em <http://www.cnbc.com/id/27321998/>

Uma observação final relevante, é que no período de maior crescimento das emissões de instrumentos securitizados, as CRAs postaram os maiores lucros de suas histórias¹¹.

¹¹ Ver <http://www.google.com/finance?q=NYSE:MCO&fstype=ii>

5. Reforma Regulatória de 2010

A má atuação das CRAs, e seu papel central na crise financeira não passaram despercebidos. Após críticas por parte de legisladores, acadêmicos e comentaristas, em 2010 como parte do “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”, o governo americano legislou que o SEC e outras agências reguladoras largamente se desfizessem de referências a NRSROs em suas regras⁽¹⁸⁾. O que deve ocorrer em termos práticos é o fim o uso regulatório das CRAs, explicado no Capítulo 2.

Esta mudança tem o potencial para mudar drasticamente o negócio das CRAs. Tentando prever esse efeito, Pablo Kurlat e Laura Veldkamp desenvolveram um modelo de um mercado com um empreendedor, investidores individuais, e CRAs. O modelo tem as seguintes características em linhas gerais⁽¹⁸⁾:

- O empreendedor é neutro a risco, escolhe o quanto investir na sua empresa no período 1;
- No período 2 o empreendedor vende sua firma para investidores, que são avessos a risco;
- O empreendedor tem informações sobre a distribuição de probabilidade do fluxo de caixa de sua empresa que os investidores não possuem;
- O empreendedor pode escolher pagar ou não para a CRA avaliar sua empresa e divulgar a nota;
- Se o empreendedor não pagar a CRA pela nota, ainda assim devem escolher se pagam um valor individual menor para obter a nota da CRA;
- As notas são sinais aleatórios não-viesados sobre o fluxo de caixa da empresa. Logo, problemas de conflitos de interesse e inflação de notas não são levadas em questão

Os sinais afetam os preços dos ativos de duas formas: a primeira é que um sinal positivo aumenta o preço do ativo, enquanto um sinal abaixo do esperado vai provocar uma redução no preço que os investidores se dispõem a pagar. O segundo efeito é a diminuição do risco incorporado no ativo, quando o mesmo faz com que o *pay-off* do ativo seja menos incerto, e portanto de maior valor para um agente avesso a risco⁽¹⁸⁾.

Os autores concluem a partir do modelo que, se os empreendedores escolherem não pagar para serem avaliados, os investidores não comprarão a análise das CRAs se julgarem que a nota é pouco precisa, se ela for muito custosa – provavelmente devido ao fato de que ela foi difícil e custosa de obter por parte da CRA –, ou se a informação previamente de conhecimento do investidor o faz confiante na precisão de sua própria análise⁽¹⁸⁾.

Adicionalmente, o trabalho utiliza parâmetros observados no mundo real e os aplica ao modelo. A partir disso se conclui que já que em geral notas de crédito são em geral baratas, em quase todas as situações do ponto de vista do investidor é vantajoso comprar a informação. Mesmo no pior caso, que é quando todos os outros investidores já adquiriram a informação. Portanto, se conclui que devemos esperar que o fim do uso regulatório das CRAs retorne o modelo de negócios para um onde os investidores pagam pelas notas, e não os emissores (“*investor-pays*”) (18).

Uma ressalva que deve ser feita é de que nesta análise foi considerado que não há problemas de vazamento e distribuição ilegal de notas adquiridas por investidores. No mundo real isto é questionável, especialmente levando em conta as facilidades de comunicação e reprodução de conteúdo digital hoje em dia. Caso esta condição seja violada, o modelo de negócios “*investor-pays*” pode se tornar inviável⁽¹⁸⁾.

6. Conclusão

Os fatos sobre a atuação das CRAs na crise financeira enfraquecem significativamente a visão de “capital reputacional”. Mesmo não sendo possível provar que as firmas agiram em má-fé, certamente os incentivos presentes devido à regulação – do lado da oferta e do lado da demanda – e às oportunidades de grandes lucros tornaram as CRAs menos vigilantes.

O fato de que eles eram “*gate-keepers*” do sistema financeiro permitiu que seus erros tivessem largas consequências negativas. É um pouco pedante, porém válido, reafirmar que se as CRAs tivessem avaliado os instrumentos securitizados de forma mais precisa, gerando notas mais baixas, não seria possível que eles se espalhassem por todo o sistema financeiro, e a crise de 2007 e 2008 não teria ocorrido da forma que conhecemos (se ela teria ocorrido ou não independentemente, e de que forma, é uma questão para a história alternativa).

A culpa não é inteiramente das CRAs, isso também é claro. A história da crise é largamente uma de estruturas de compensação e cultura corporativa que incentivavam a busca dos maiores ganhos de curto prazo possíveis. Este é, pelo menos na opinião deste autor, o maior problema do sistema financeiro americano hoje, maior do que qualquer problema de regulação inadequada. De certa forma, as CRAs simplesmente estavam inseridas nessa cultura, onde as vozes prudentes são dispensadas por serem incômodas.

O que acontecerá com as CRAs de agora em diante é algo para se observar. O Capítulo 5 explorou o modelo de Kurlat e Veldkamp para prever essa resposta, mas o desenrolar na realidade é algo pelo qual devemos explorar. À medida que o SEC revogar os requerimentos regulatórios relacionados a NRSROs, e as instituições se acostumarem a esta situação, poderemos observar como se comportarão os agentes.

Um indicador interessante de observar neste sentido é o valor da ação da Moody's. No momento ela está cotada próxima de US\$ 35, praticamente metade do pico de US\$ 73 de fevereiro de 2007. Isso reflete o fim dos lucros com a avaliação de CDOs e semelhantes, mas indica que o mercado ainda confia que a Moody's conseguirá postar lucros razoáveis no futuro.

7. Bibliografia

1. *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*. **Sylla, Richard**. Washington, DC : The World Bank, 2001. The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy.
2. **Moody's Corporation**. *Moody's History: A Century of Market Leadership*. *Moody's Corporation Web Site*. [Online] [Citado em: 20 de Outubro de 2011.] <http://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>.
3. **Standard & Poor's Financial Services**. *A History of Standard & Poor's*. *Standard & Poor's Web Site*. [Online] 2009. [Citado em: 20 de Outubro de 2011.] <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>.
4. *How did increased competition affect credit ratings?* **Becker, Bo e Milbourn, Todd**. Working Paper 09-051, Cambridge, MA : Harvard Business School, 2010.
5. **Conte, Elisabetta e Parmeggiani, Federico**. *The Regulation of Credit Rating Agency across USA and EU: different systems, same concerns*. *Academia.edu*. [Online] 2008. http://nyu.academia.edu/FedericoParmeggiani/Papers/842723/The_Regulation_of_Credit_Rating_Agency_across_USA_and_EU_different_systems_same_concerns.
6. *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*. **Pinto, Arthur R**. Research Paper No. 119, New York : Brooklyn Law School, 2008, Brooklyn Law School Legal Studies.
7. *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*. **Partnoy, Frank**. St. Louis : s.n., 1999, Washington University Law Quarterly, Vol. 77.
8. *A Brief History of Credit Rating Agencies: How Financial Regulation Entrenched this Industry's Role in the Subprime Mortgage Debacle of 2007-2008*. **White, Lawrence J**. No. 59, Fairfax, VA : George Mason University, October de 2009, Mercatus on Policy.
9. *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*. **White, Lawrence J**. New York, NY : Stern School of Business, 2001.

10. *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement.* **Hunt, John P.** Berkeley, CA : SelectedWorks, 2009.
11. *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers.* **Partnoy, Frank.** Research Paper No. 07-46, San Diego, CA : University of San Diego - Legal Studies Research Paper Series, 2006.
12. *The Credit Rating Crisis.* **Benmelech, Efraim e Dlugosz, Jennifer.** Chicago, Il : University of Chicago Press, 2009, NBER Macroeconomics Annual 2009, Vol. 24.
13. *A Liquidity-Based Model of Security Design.* **DeMarzo, Peter e Duffe, Darrell.** 1, 1999, *Econometrica*, Vol. 67.
14. *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis.* **Partnoy, Frank.** San Diego, CA : University of San Diego - School of Law, Julho de 2009, Legal Studies Research Paper Series.
15. *Questions and Answers About the Financial Crisis.* **Gorton, Gary B.** Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, Fevereiro de 2010, NBER Working Paper Series.
16. *Markets - The Credit Rating Agencies.* **White, Lawrence J.** 2, 2010, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24.
17. *Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation.* **Skreta, Vasiliki e Veldkamp, Laura.** New York, NY : New York University, Stern School of Business, 2009.
18. *De-regulating Markets for Financial Information.* **Kurlat, Pablo e Veldkamp, Laura.** 2011.

8. Tabelas e Gráficos

Tabela 1: Comparação das escalas de notas

CRA	Moody's	S&P e Fitch
Grau de Investimento	AAA	AAA
	Aa	AA
	A	A
	Baa	BBB
"Junk"	Ba	BB
	B	B
	Caa	CCC
	Ca	CC
	C	C
Moratória	D	D

Adicionalmente, as firmas usam símbolos como +/-, ou números, para dividir cada nota em sub-níveis.