

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O IMPACTO DAS AGÊNCIAS DE RATING NO
FINANCIAMENTO EMPRESARIAL**

ANNA MATTOS KAUFFMANN
matrícula nº: 112170375

ORIENTADORA: Prof. Ana Cristina Reif

ABRIL 2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O IMPACTO DAS AGÊNCIAS DE RATING NO
FINANCIAMENTO EMPRESARIAL**

ANNA MATTOS KAUFFMANN
matrícula nº: 112170375

ORIENTADORA: Prof. Ana Cristina Reif

ABRIL 2016

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus avós, Eliphas e Salete, por serem meus maiores exemplos e terem formado a melhor família que eu poderia escolher. Obrigada por todo o carinho e por toda a inspiração. Agradeço à minha mãe, Rosita, pelo apoio e amor incondicionais, por ser a melhor companheira e acreditar em todas as minhas escolhas, sempre. Ao meu irmão, Gabriel, pela parceria, por me mostrar sempre um outro lado e me ajudar a levar a vida de forma mais leve. Aos meus tios, primos e ao Henrique, meu padrasto, pelo carinho e momentos de alegria em família.

Agradeço aos meus avós paternos, Willy e Rachel, pelo amor e por todo o suporte, desde sempre. Ao meu pai Hilton, por estar sempre me motivando e acreditando em mim. Ao meu irmão Roberto, meu maior companheiro nas reuniões de família.

Às minhas amigas de colégio e as amigas que foram chegando ao longo do caminho, só tenho a agradecer por tudo sempre. Cada uma com seu jeito, são as melhores que eu poderia ter. Ao Dudu, por ser meu melhor parceiro pra todas as horas e por todo o carinho.

Aos meus antigos companheiros da Anbima, aos atuais, da Globo, por todos os ensinamentos de profissão e de vida e ao time da Three Monkeys Beer por me mostrar um novo, e especial, conceito de trabalho.

Agradeço à minha orientadora/professora Ana Cristina Reif por toda a ajuda durante a elaboração dessa monografia, por sempre levantar discussões relevantes e conseguir deixar tudo mais claro. A todos os professores do Instituto que, de alguma forma, contribuiriam para minha formação pessoal e profissional, muito obrigada.

RESUMO

O trabalho tem como objetivo analisar a relevância das agências de *rating* na escolha da forma de financiamento das empresas. Ao longo dos anos, essas agências adquiriram grande reconhecimento, o que fez com que suas avaliações de crédito passassem a ser amplamente utilizadas pelos agentes financeiros para direcionarem seus investimentos: empresas com um maior nível de *rating* e, conseqüentemente, com crédito melhor avaliado, receberiam mais recursos do que outras em nível inferior. Assim, adquirir uma avaliação positiva tornou-se, praticamente, essencial para todas as empresas que buscavam recursos no mercado financeiro. Porém, após a ocorrência de fortes crises mundiais as agências de *rating* tiveram sua credibilidade abalada, fazendo com que sua atuação começasse a ser questionada. Por isso, torna-se importante conhecer as críticas feitas à essas instituições tão relevantes para as empresas e, conseqüentemente, para a economia.

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

ADR	American Depositary Receipts
BIS	Bank for International Settlements
Cetip	Câmara de Liquidação e Custódia
CR-CS	Credit Rating – Capital Structure
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FMI	Fundo Monetário Internacional
ICR	Issuer Credit Rating
Libor	London Interbank Offered Rate
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organizations
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
PIB	Produto Interno Bruto
PQO	Programa de Qualificação Operacional
RBC	Risk-Based Capital
SACP	Stand-Alone Credit Profile
SEC	Securities and Exchange Commission
S&P	Standard & Poor's
TBF	Taxa Básica Financeira
TR	Taxa Referencial

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I – ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO PARA EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS	10
1.1 RENDA FIXA	10
1.1.1 <i>Commercial Papers</i>	10
1.1.2 <i>Debêntures</i>	11
1.1.3 <i>Bonds</i>	12
1.2 RENDA VARIÁVEL	13
1.2.1 <i>Ações</i>	13
1.2.2 <i>American Depositary Receipts (ADR)</i>	14
1.3 TEORIA SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL	15
1.3.1 <i>Teoria do Trade Off</i>	15
1.3.2 <i>Teoria do Pecking-Order</i>	16
1.3.3 <i>Modelo de Sinalização</i>	17
CAPÍTULO II – HISTÓRICO E METODOLOGIA DAS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i>	19
2.1 METODOLOGIAS DE CLASSIFICAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i>	23
2.1.1 <i>Rating Soberano</i>	24
2.1.2 <i>Rating Corporativo (empresas não financeiras)</i>	29
2.1.3 <i>Rating Emissões</i>	33
2.1.4 <i>Ratings em Escala Nacional e Global</i>	33
2.1.5 <i>Ratings corporativos acima do soberano</i>	34
CAPÍTULO III – INFLUÊNCIA E FRAGILIDADE DAS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO CONCEDIDAS PELAS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i>	36
3.1 IMPACTO DOS RATINGS SOBRE AS CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS	37
3.1.1 <i>Perspectiva de alteração dos ratings corporativos e a estrutura de capital</i>	37
3.1.2 <i>Regulações baseadas em ratings e custos de financiamento</i>	38
3.1.3 <i>Alteração dos ratings soberanos e custos de financiamento</i>	41
3.2 CRÍTICAS À ATUAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE RATINGS	45
3.2.1 <i>Classificação de risco defasada e pró-cíclica</i>	45
3.2.2 <i>Análise crítica às agências de rating</i>	47
CONCLUSÃO	50
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	51

ÍNDICE DE FIGURAS, GRÁFICOS E TABELAS

Figura 1.1 - Determinação do rating pela Moody's	26
Figura 1.2 - Estrutura de avaliação do rating soberano pela Standard & Poor's	28
Figura 1.3 - Principais fatores de rating segundo a Fitch	30
Figura 1.4 - Estrutura dos ratings corporativos: Standard & Poor's	31
Gráfico 1.1 - Bond Spreads x Ratings	43
Gráfico 1.2 - Yield Spread e Bid-Ask dos títulos corporativos brasileiros emitidos no mercado internacional	44
Tabela 1.1 - Classificação das principais agências de rating	22
Tabela 1.2 - Identificação dos principais fatores de rating pela Moody's	25

INTRODUÇÃO

As decisões de investimento são fundamentais para dinâmica econômica tanto por impulsionar a demanda, estimulando a produção e o emprego, como por criar capacidade produtiva. Para realizar os investimentos, as empresas, em geral, utilizam recursos próprios, acumulados por meio de lucros retidos, emissão de ações ou dívidas.

Grandes firmas adquirem com maior facilidade fundos para realização de um investimento, enquanto empresas pequenas, além de enfrentarem mais dificuldades para contrair empréstimos, podem nem mesmo ter acesso ao mercado de capitais.

O mercado de capitais, por sua vez, é de extrema importância para o crescimento e expansão das empresas. Por meio dele são negociadas ações, títulos de dívidas emitidos por empresas, entre outros ativos, denominados valores mobiliários. Ao promover o encontro entre agentes deficitários, que necessitam de recursos, e agentes superavitários, dispostos a emprestar, permite a realização de investimentos que, muitas vezes, não poderiam ser realizados apenas com os fundos acumulados pelas próprias companhias. Na realidade, a forma que a firma escolherá para financiar seus projetos, que determina sua estrutura de capital, dependerá de diversos outros fatores, o que motivou o surgimento das chamadas Teorias da Estrutura de Capital.

Além disso, a transação entre agentes superavitários e deficitários envolve, caracteristicamente, dois riscos principais que interferem no volume de investimento: o risco do empresário, ou do tomador de empréstimo, que se refere à probabilidade de se conseguir o retorno esperado; e o risco do prestador, referente ao risco do não cumprimento da obrigação. Por este motivo, em um mercado cada vez maior e mais globalizado, já em 1850, surgiu a necessidade de um terceiro agente nessa transação. O novo agente deveria ter como principal função fornecer informações sobre as companhias que buscavam empréstimos, fazendo com que o investidor pudesse possuir maior ciência dos riscos que poderia estar exposto ao investir. Dessa forma, surgiram as conhecidas agências de *rating*, responsáveis por fornecer a classificação de risco dos títulos emitidos e reduzir a assimetria de informação existente entre os agentes superavitários e os agentes deficitários.

Atualmente, com a intensa globalização financeira, os serviços prestados pelas agências de *rating* passaram a ser cada vez mais procurados. Assim, para saber o risco de

crédito de determinada empresa, país ou até mesmo emissões, os investidores recorrem aos *ratings* fornecidos pelas agências, que permitem, inclusive, uma comparação entre os riscos de diferentes emissores ou ativos.

Porém, a ocorrência de diversas crises, como a do sudeste asiático, em 1997, e a mais recente crise dos subprime americana, em 2008, vem fazendo com que o papel desses agentes seja questionado. A falta de transparência, a concentração de mercado e a falta de responsabilidade atribuída às informações fornecidas, são algumas das críticas feitas a atuação das agências *rating*.

Dessa forma, o presente trabalho busca analisar o impacto das avaliações feitas pelas agências sobre as decisões de financiamento e, conseqüentemente, de investimento das empresas, já que os agentes dispostos a emprestar baseiam-se fortemente nas informações concedidas por elas.

No primeiro capítulo, serão introduzidos alguns dos instrumentos oferecidos pelo mercado de capitais utilizados como fonte de financiamento das empresas. Além disso, serão analisadas teorias que propõe explicar como as firmas tomam a melhor decisão referente à captação de recursos, ressaltando, nesse aspecto, a importância da emissão de dívidas.

No segundo capítulo, então, será apresentado um breve histórico das agências de *rating*, responsáveis pela classificação do risco dos títulos de dívidas emitidos por empresas, países, além de classificarem o risco associado a emissão em si. Complementarmente, mostrar-se-á a metodologia utilizada pelas três maiores *players* do mercado, Standard & Poor's, Moody's e Fitch, em suas análises.

O terceiro capítulo apresenta o impacto do *rating* atribuído pelas agências nas decisões de financiamento das empresas, assim como nas decisões e expectativas dos investidores. Por fim, sugere uma discussão acerca das controvérsias surgidas em torno da atuação das agências de *rating* nos últimos anos.

CAPÍTULO I – ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO PARA EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS

O mercado de capitais possui significativa relevância no crescimento e expansão das empresas (Lima e Andrezo, 2002). Representado pelas bolsas de valores e mercados de balcão organizados, tem como objetivo principal viabilizar a capitalização das empresas por meio do fornecimento de liquidez aos títulos de propriedade e de dívida de emissão das empresas, de acordo com Perobelli (2007). De forma geral, promove o encontro entre firmas, que buscam recursos para financiar seus projetos e agentes interessados em investir.

A empresa, ao escolher a forma que irá captar seus recursos, poderá utilizar capital próprio e/ou de terceiros. A estrutura de capitais refere-se, portanto, ao modo como as empresas utilizam essas diferentes fontes de capital para se financiar. Diversas teorias surgiram ao longo das últimas décadas, tendo início com Modigliani e Miller (1958), que defendiam que, em um mundo ideal, sem impostos, o valor da empresa independe de sua estrutura de capitais. Desde então, outros estudos surgiram a fim de mostrar o contrário e verificar custos e benefícios das diferentes fontes de financiamento existentes.

Dessa forma, este primeiro tópico busca caracterizar algumas das alternativas mais importantes de financiamento utilizado por empresas não financeiras, mostrando os instrumentos utilizados, que variam principalmente de acordo com a remuneração, podendo se tratar de renda fixa ou variável, com o prazo de vencimento, com operações de curto, médio e longo prazos e com a existência e qualidade das garantias. A partir daí, serão verificadas as principais teorias referentes à estrutura de capital, que buscam explicar como as empresas tomam suas decisões de financiamento, combinando a emissão de dívidas, ações e capital próprio de acordo com os aspectos teóricos apresentados a seguir.

1.1 Renda fixa

1.1.1 Commercial Papers

As notas promissórias, ou *commercial papers*, são um instrumento de financiamento de curto prazo sendo utilizadas principalmente para a resolução de problemas de fluxo de

caixa das empresas, visto que permitem uma estruturação mais rápida a um custo menor, segundo Fortuna (2008). Dessa forma, podem ser consideradas uma alternativa inicial, utilizada em caráter de urgência, para a captação de recursos, visando a realização de projetos maiores em um horizonte mais longo.

Regulamentadas, inicialmente, pela Instrução CVM nº 134/90, podem ser emitidas por sociedades anônimas não financeiras de capital aberto ou fechado e, posteriormente, negociadas em mercado secundário. Possuem prazo de vencimento de no mínimo trinta dias e no máximo cento e oitenta dias, quando emitidas por companhia fechada, ou trezentos e sessenta dias, no caso de emissões feitas por companhias abertas.

A emissão é feita escrituralmente e o registro no Sistema de Notas Promissórias (Nota) da Cetip, podendo ser prefixados ou pós fixados, com ano base de 360 dias corridos.

De acordo com Fortuna (2008), o fato de as notas promissórias não poderem ser mantidas em tesouraria em caso de liquidação antecipada, não permitindo ao emissor a utilização do mercado secundário de revenda, pode ser visto como uma desvantagem em relação às debêntures, que permitem a realização desse procedimento. Por outro lado, por serem isentos de IOF, os *commercial papers* tornam-se uma alternativa vantajosa se comparados aos empréstimos concedidos pelos bancos. Além disso, permite a captação de recursos fora do sistema financeiro, fazendo com que as empresas possam captar recursos sem comprometer seu limite de crédito bancário.

1.1.2 Debêntures

As debêntures podem ser emitidas por sociedade anônimas não financeiras, de capital aberto ou fechado. Porém, apenas as companhias abertas, registradas na CVM, podem fazer uma emissão direcionada ao público em geral. Caso não seja registrada, pode-se realizar uma emissão privada, onde se tem acesso apenas a um determinado grupo de investidores.

Essa é uma alternativa de captação de recursos voltada para o médio e longo prazo e, segundo Fortuna (2008), normalmente utilizada para projetos de investimento ou alongamento do perfil do passivo.

As emissões de debêntures foram regulamentadas pela Lei nº 6.404/76, que permite que uma companhia realize mais de uma emissão, podendo ser dividida em séries, oferecendo ou não garantias. A assembleia geral dos acionistas é responsável por definir suas características, que variam, principalmente, nas formas de remuneração, de resgate e nos prazos estabelecidos.

Quando a remuneração é feita de forma prefixada, seu prazo mínimo é de sessenta dias. Ao se utilizar uma remuneração baseada na TR (Taxa Referencial) ou na TBF (Taxa Básica Financeira), o prazo mínimo é de quatro meses. Em ambos os casos, utiliza-se como ano-base 360 dias corridos. Já a remuneração vinculada a um índice de preços possui prazo mínimo de um ano, existindo pagamento semestral de juros.

As formas de resgate também variam: podem ser simples, quando o pagamento de juros se dá na data do vencimento; conversíveis, no caso em que o titular pode converter as debêntures em ações da empresa; ou permutáveis, quando o credor pode trocar suas debêntures por ações de outras empresas, que não a emissora.

No caso das debêntures perpétuas, que não possuem data de vencimento estabelecida, esse se dará apenas caso a empresa torne-se incapaz de realizar o pagamento de juros ou obedeça a alguma outra condição previamente incluída na escritura de emissão, como por exemplo, a dissolução da companhia (Fortuna, 2008).

1.1.3 Bonds

Os títulos emitidos no exterior, ou *eurobonds*, são uma alternativa para empresas que desejam captar recursos no longo prazo, com vencimento acima de dez anos, negociando o papel em diferentes moedas que não a do país de origem. Por terem uma taxa de juros mais baixa, tornam-se uma opção relevante principalmente para empresas de grande porte. Podem ser prefixados ou pós fixados, com sua rentabilidade baseada na taxa de juros dos títulos americanos (*Treasury Bonds*) ou na Libor (*London Interbank Offered Rate*), além do prêmio em função do prazo da operação e do risco de companhia emitente, definido pelas agências de *rating*. A subscrição dos títulos geralmente é feita por um consórcio de bancos de investimento e a emissão, feita internacionalmente, abrange mercados e investidores de diversos países (Fortuna, 2008).

Os títulos de dívida emitidos no país de origem da empresa, negociado em mercado local são denominados *bonds* domésticos, enquanto que os *bonds* estrangeiros caracterizam-se por serem emitidos em um país diferente do da empresa emissora e respeitarem as regras desse mercado.

1.2 Renda Variável

1.2.1 Ações

Ações podem ser caracterizadas como um valor mobiliário representando a menor fração do capital das empresas. Dessa forma, seus compradores tornam-se coproprietários possuindo direitos sobre a companhia que variam de acordo com o tipo de ação adquirida: no caso de uma ação ordinária, adquirem a participação nos resultados da empresa além do direito a voto nas assembleias gerais; caso a ação seja preferencial, o acionista adquire prioridade no recebimento de dividendos e no reembolso de capital, se a empresa for dissolvida.

As ações também se diferenciam na sua forma de representação, podendo ser representadas por um certificado ou escriturais, não necessitando da emissão de cautelas para sua transferência. A escrituração é realizada por um banco, que promove as transações sem movimentação de documentos físicos (Fortuna, 2008).

Devendo ser emitidas por sociedades anônimas, são ofertadas a investidores, que podem ser instituições financeiras ou não financeiras e pessoas físicas. A oferta pode se dar de duas formas distintas: a oferta pública de ações, que deve ser precedida por registros na CVM e, conseqüentemente, oferece maior garantia de abertura de informações aos investidores, tornando a operação mais transparente; e a oferta privada de ações, destinada a um grupo restrito de investidores e isenta de meios de comunicação intermediários que comuniquem a venda.

As empresas que negociam suas ações em bolsa de valores são denominadas empresas de capital aberto, enquanto que nos outros casos tem-se uma sociedade anônima de capital fechado.

A remuneração variável desse valor mobiliário pode ser classificada em duas formas distintas, de acordo com o Guia de Mercado de Capitais da Nova Bolsa – BM&FBOVESPA:

- Proventos, estando subdivido em: dividendos, referentes a parcela de lucro paga aos acionistas, devendo ser no mínimo igual a 25% do lucro anual da empresa; juros sobre capital próprio, onde a empresa remunera de acordo com os lucros retidos anteriormente; bonificação em ações, que representa a distribuição gratuita de ação ao acionista devido ao aumento do capital da empresa ou de reservas de lucros, sendo portanto, uma atualização da parcela de participação do acionista no capital da companhia; e bonificação em dinheiro, quando concede-se uma participação adicional nos lucros, além da distribuição dos dividendos.

- Direito de preferência na aquisição de ações (subscrição): quando a empresa, ao emitir novas ações, concede prioridade na aquisição aos acionistas em quantidade proporcional a já possuída, podendo esse direito ser realizado ou vendido a terceiros em bolsa.

1.2.2 American Depositary Receipts (ADR)

Os ADRs foram definidos pela Resolução do CMN 1.289 (1987:72), como “certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários que representem direitos a ações, emitidos no Exterior por instituição depositária, com lastro em valores mobiliários depositados em custódia específica no Brasil”. Isso significa que bancos norte-americanos emitem recibos de depósitos com cotação e negociação realizadas em dólares no mercado financeiro dos Estados Unidos com lastro em ações de empresas estrangeiras custodiadas pelo banco emissor, sendo esse um valor mobiliário emitido fora dos EUA. O lastro, por sua vez, permite que os investidores estrangeiros que venham a adquirir o valor mobiliário possuam as mesmas vantagens econômicas dos acionistas residentes no país onde a empresa que lança o programa de ADR está estabelecida.

Dessa forma, os ADRs surgiram como uma alternativa de captação de recursos para as empresas de países emergentes, como o Brasil, devido às diferenças na legislação e tributação que permitiam à empresa estrangeira a obtenção de benefícios sobre a emissão em bolsa de valores no seu país de origem, além da facilidade obtida pelos americanos na aquisição desses valores mobiliários.

Os ADRs podem ser patrocinados, quando a empresa que possui ações lastreadas em ADRs se compromete a fornecer todas as informações necessárias ao banco depositário, ou não patrocinados, quando a emissão pública dos ADRs ocorre sem a participação efetiva da empresa que emitiu as ações que servem de lastro (BM&FBOVESPA, 2012).

A forma usualmente utilizada é a de emissão patrocinada, dividida em quatro tipos: nível I, onde a instituição emissora deve cumprir apenas requisitos mínimos de registro, podendo, em alguns casos, serem exigidas pelas entidades regulatórias locais ou não ou bolsas de origem cópias de relatórios referentes a fatos relevantes. Nesse nível, a instituição emissora negocia, apenas em mercado de balcão, ADRs lastreados em ações já existentes no mercado de origem; nível II, onde a empresa emissora deve fornecer maiores detalhes sobre a companhia, devendo entregar à SEC (*Securities and Exchange Commission*) seus relatórios anuais, informes e comunicações, podendo a negociação ser feita nas bolsas de valores norte americanas; nível III, dedicado a empresas que desejam fazer oferta pública de ações no mercado americano. Nesse nível, há uma grande exigência de informações, devendo a companhia realizar o registro completo na SEC e atender todas as normas de divulgação e envio de informações, além da elaboração de um prospecto informativo, posteriormente divulgado aos possíveis investidores, que deve conter detalhes da companhia e de seu negócio, preço da oferta de ações e o planejamento de como deverá ser feita a distribuição. Assim como no nível II, devem enviar à SEC os relatórios anuais, informes e comunicações, também podendo ser listado em bolsa de valores americana (BM&FBOVESPA, 2012).

Além dos três níveis citados, os ADRs podem ser emitidos sob a Regra 144 A, ocorrendo de forma restrita, sem a supervisão da SEC. Nesse caso, os ADRs são adquiridos e negociados entre os QIBs (*Qualified Institutional Buyers*), que são investidores institucionais mais sofisticados.

1.3 Teoria sobre a estrutura de capital

1.3.1 Teoria do Trade Off

A teoria do *trade-off*, segundo Bastos e Nakamura (2009), defende a existência de uma estrutura ótima de capital, isto é, uma combinação entre capital próprio e de terceiros que maximizaria o valor da empresa.

Por isso, as empresas procuram um ponto ótimo entre o endividamento, que gera benefícios fiscais, dado que os juros que remuneram o capital de terceiros são dedutíveis para fins de imposto de renda, e o custo de eventual dificuldade financeira. Isso ocorre porque, de acordo com Myers (1984), ao aumentar seu endividamento e, conseqüente, o benefício fiscal adquirido, as empresas aumentam seu valor, mas também aumentam o custo associados a essa alavancagem, uma vez que aumenta a probabilidade de a empresa não ser capaz de cumprir com suas obrigações financeiras e decretar falência, o que gera os custos de falência esperados (Nakamura e Mota, 2002). Esses custos estão associados tanto ao processo legal para reorganizar uma empresa falida, quanto aos custos de agência, que surgem devido à diferença de interesses entre administradores e acionistas, ambos visando agir em favor do seu benefício próprio, e se acentuam em estruturas mais endividadas, já que os credores fornecem recursos à empresa, mas não têm total controle sobre sua aplicação.

Logo, a empresa aumenta seu endividamento até o ponto em que o benefício fiscal sobre a dívida seja exatamente compensado pelo acréscimo dos custos decorrentes do endividamento.

1.3.2 Teoria do Pecking-Order

Myer (1984), ao formular a teoria do *pecking-order*, observou a existência de uma hierarquia no modo em que as empresas escolhem seu meio de financiamento: em primeiro lugar, optam pela utilização de recursos internos; em segundo lugar, pela emissão de dívidas; e, em terceiro lugar, pela emissão de ações. Um dos motivos seria o alto custo da colocação de ações no mercado, inexistente caso se utilize recursos internos, já que não há custos de transação. Porém, esses custos não se mostravam grandes o suficiente para se sobrepuem aos custos e benefícios da alavancagem, defendidos na teoria do *trade-off*.

Visando sustentar a Teoria do *pecking-order*, Myer e Majluf (1984) realizaram estudos buscando a base para a preferência pelo financiamento interno. Descobriram que, além dos custos administrativos e de subscrição associados ao financiamento externo, existia assimetria de informações, que pressupõe que os administradores possuem maior conhecimento sobre a firma se comparado a agentes externos. Assim, as decisões dos administradores poderiam ser interpretadas de forma positiva ou negativa pelos investidores.

Em seus estudos, observam que, geralmente, a emissão de ações sinaliza perspectivas ruins para o futuro da empresa, enquanto que a emissão de dívidas remete a bons resultados futuros. Isso ocorre, pois, caso os administradores de fato possuam informações privilegiadas supondo que ajam sempre de acordo com os acionistas atuais, as empresas iriam atuar de forma a acumular capital para realizar os investimentos com valor presente líquido positivo, utilizando o mínimo possível de capital externo. Caso emitissem ações no mercado, os investidores externos entenderiam que as novas ações estariam superavaliadas, resultando na queda de seu preço.

Portanto, a emissão só seria realizada caso não fosse possível obter financiamento por meio da emissão de dívida ou caso os administradores tivessem o mesmo entendimento do investidor externo de superavaliação das ações, o que faria com que a queda de preço no mercado acionário fosse tolerada pelos acionistas.

1.3.3 Modelo de Sinalização

A teoria da sinalização, assim como o modelo de *pecking-order*, se baseia na existência de assimetria de informação, acreditando que os gestores são mais bem informados sobre o que ocorre dentro da firma do que os investidores externos, responsáveis pelo empréstimo de recursos.

Segundo Ross (1977), os administradores poderiam emitir sinais ao mercado sobre a companhia de acordo com a escolha da forma de financiamento. Por conhecerem seus fluxos de caixa futuros, as empresas, ao optarem pela emissão de dívidas, estariam sinalizando ao mercado que possuem uma boa saúde financeira, dado que teriam condições de honrar o pagamento do montante da dívida e dos juros no longo prazo.

Dessa forma, a emissão de dívidas sinaliza aos investidores a qualidade superior da empresa, visto que o custo desse tipo de financiamento para empresas piores seria muito elevado. Isso possibilita que o mercado associe o valor da empresa ao seu nível de endividamento: enquanto firmas com boa saúde financeira conseguiriam emitir dívidas a um custo mais baixo, as firmas de qualidade inferior se caracterizariam pela maior utilização de capital próprio.

Leland e Pyle (1977) defendem que a parcela de capital próprio pertencente ao gestor da empresa seria responsável pela sinalização da qualidade da empresa ao mercado. Uma grande parcela detida pelos gestores transmitiria confiança aos investidores, já que se supõe que acreditam na qualidade do projeto em que estão investindo. Ao aumentar a captação de recursos por meio da emissão de dívidas, o gestor aumentaria sua participação na empresa, transmitindo sinais positivos ao mercado. A imagem de boa empresa, portanto, estaria positivamente relacionada à parcela de capital própria pertencentes aos gestores.

CAPÍTULO II – HISTÓRICO E METODOLOGIA DAS AGÊNCIAS DE RATING

As classificações de risco tiveram início em 1850 com a criação de um grande mercado de títulos de dívida das companhias ferroviárias norte americanas. Anteriormente, o mercado de títulos era composto basicamente de títulos soberanos de poucos países europeus, como Holanda e Inglaterra, que possuíam governos representativos e transmitiam confiança aos investidores. Por outro lado, a economia norte americana voltava-se para operações domésticas, visando conectar seus territórios por meio das ferrovias, implementadas em 1820, e se financiavam, inicialmente, por meio de empréstimos bancários e emissões de ações. Pressionadas para promoverem uma expansão para o oeste, tiveram que buscar outros meios de financiamento, encontrando a solução no desenvolvimento de um mercado de títulos de dívidas das companhias ferroviárias. A partir daí, no início dos anos 1900, esse mercado já estava consideravelmente maior do que os mercados de títulos soberanos da Holanda, Inglaterra e dos próprios Estados Unidos (Rudden, 2005).

Com o crescimento do mercado de dívidas corporativas para além do território americano, investidores passaram a demandar mais informações sobre as companhias nas quais estavam sendo convidados a investir. Visando responder a essa demanda, Henry Varnum Poor, editor do “*American Railroad Journal*” começou a publicar informações sobre os ativos, passivos e ganhos dessas companhias, criando, após o fim da Guerra Civil, em 1865, seu próprio manual, utilizado durante décadas como fonte de informação sobre as indústrias. As estatísticas utilizadas, segundo Rudden (2005), foram as precursoras do modelo aplicado pelas agências de *rating* atuais. A empresa fundada por Poor, Poor’s Publishing Company, emitiu seu primeiro *rating* em 1916. Em 1941, fundiu-se com a Standard Statistics Company, dando origem a Standard & Poor’s (Cantor e Packer, 1994).

Em 1909, John Moody, considerado um reformador autodidata com um grande viés empreendedor e bastante convicto das necessidades de se possuir uma comunidade investidora, publicou a primeira classificação de crédito na “*Moody’s Analyses of Railroad Investments*”, posteriormente transformando-se na Moody’s Investors Service. Em suas análises, opinava sobre a condição de solvência das dívidas emitidas pelas companhias ferroviárias, baseando-se nas informações dessas empresas (Rudden, 2005).

Já a Fitch Ratings surgiu em 1913, inicialmente como Fitch Publishing Company. Fundada por John Knowles Fitch, em Nova York, começou publicando estatísticas financeiras conhecidas pelos seus clientes, incluindo a Bolsa de Valores de Nova York. Seus produtos incluíam o “Fitch Bond Book” e o “Fitch Stock and Bond Manual” (Choi e Papaioannou, 2009). Em 1924, introduziu sua escala de classificação, de AAA a D, reconhecida atualmente (Rudden, 2005).

Cantor e Packer (1994), por outro lado, sugerem que as primeiras agências de *rating* surgiram a partir das agências de crédito, que classificavam a capacidade dos comerciantes cumprirem com suas obrigações financeiras. Louis Tappan teria sido o responsável por estabelecer a primeira agência de crédito mercantil, em 1841, em Nova York, e Robert Dun a teria adquirido em seguida e publicado o primeiro guia de *ratings*, em 1859. Em 1849, John Bradstreet teria fundado uma agência semelhante e teve seu manual de *ratings* publicado em 1857. Já em 1933, ocorreria a fusão das agências de Dun e Bradstreet, que, em 1962, tornou-se dona da Moody’s Investor Service.

Com três instituições atuando na divulgação de informações sobre as condições de solvência das dívidas e a expansão do mercado de títulos americanos, as agências consolidaram-se no mercado, sendo conhecidas por sua independência, integridade e confiabilidade. Ao final dos anos 1920, a grande maioria dos títulos emitidos eram classificados pelas agências de *rating* (Rudden, 2005).

Dessa forma, observa-se que essas empresas surgiram com o objetivo de atender à necessidade de informações dos investidores, e assim combater a assimetria de informações entre os agentes superavitários e as companhias emissoras de títulos. Ao produzirem relatórios que divulgam a classificação de risco dos títulos de dívida emitidos, as agências facilitam o processo de tomada de decisões dos agentes ao auxiliarem na precificação dos ativos e estimarem suas taxas de retorno (Farhi e Cintra, 2002).

Além disso, os custos informacionais que os analistas financeiros teriam ao fazer essa análise individualmente podem ser reduzidos com o trabalho das agências de *rating*, que sintetizam todas as informações sobre o emitente consideradas relevantes para a classificação (Bone, 2006).

Apesar de muitas outras agências terem surgido no mundo ao longo dos anos, as economias de escala nesse processamento de informações para atribuir a classificação de risco

e a necessidade de boa reputação para se manter no mercado fez com que Standard & Poor's, Moody's e Fitch tenham se consolidado como os três principais *players* do mercado. Atualmente, são conhecidas como as “*Big Three*” (Coskun, 2009) com as duas primeiras detendo 80% do mercado mundial (Afonso 2002 *apud* Bone 2006). Segundo Farhi e Cintra , “a função das agências de classificação de risco é, portanto, montar parâmetros para a classificação de riscos de diferentes agentes emissores de *securities* (títulos de dívida e ações), mediante a avaliação da capacidade creditícia desses demandantes de recursos” (FARHI; CINTRA, 2002: 765).

Como dito anteriormente, a classificação de risco é feita por meio dos *ratings*, que podem ser atribuídos a empresas, governos, emissões de papéis, seguradoras, entre outros.

A classificação pode variar de acordo com a agência, sendo dividida em dois grupos. O grau de investimento possui menor propensão ao risco, enquanto o grau especulativo engloba ativos mais arriscados e, conseqüentemente, possui maior retorno. A classificação é expressa da seguinte forma:

Tabela 1.1 – Classificação das principais agências de *rating*

GRAU DE INVESTIMENTO			
S&P	Fitch	Moody's	Interpretação do crédito
AAA	AAA	Aaa	Melhor qualidade. Compromisso em honrar suas obrigações extremamente forte.
AA+	AA+	Aa1	Alta qualidade.
AA	AA	Aa2	Grande compromisso em honrar suas obrigações.
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	Forte capacidade de pagamento.
A	A	A2	Mais suscetível à condições adversas do que as categorias mais altas.
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	Capacidade de pagamento adequada.
BBB	BBB	Baa2	Condições econômicas adversas possuem maior probabilidade de afetar essa capacidade.
BBB-	BBB-	Baa3	
GRAU ESPECULATIVO			
S&P	Fitch	Moody's	Interpretação do crédito
BB+	BB+	Ba1	Dentro da categoria de grau especulativo é a menos vulnerável ao não pagamento.
BB	BB	Ba2	Enfrenta grandes incertezas em condições adversas de negócios, financeiras ou econômicas.
BB-	BB-	Ba3	
B+	B+	B1	Atualmente, possui capacidade em honrar seus compromissos financeiros.
B	B	B2	Condições adversas têm grande possibilidade de afetar essa capacidade.
B-	B-	B3	
CCC+	CCC+	Caa1	Atualmente vulnerável ao não pagamento.
CCC	CCC	Caa2	Depende de condições favoráveis para honrar com suas obrigações financeiras.
CCC-	CCC-	Caa3	
CC	CC		Altamente vulnerável ao não pagamento. <i>Default</i> ainda não ocorreu, mas é considerado quase certo.
		Ca	Altamente vulnerável ao pagamento.
C	C		Espera-se que a obrigação apresente senioridade relativa inferior ou recuperação total inferior às obrigações com maiores ratings.
D	D	C	Está em <i>default</i> .

Fonte: Standard & Poor's (2014), Moody's (2016) e Fitch (2015). Elaboração própria.

Algumas agências de *rating*, utilizam instrumentos que servem para indicar a direção das futuras avaliações. A S&P, por exemplo, utiliza o *CreditWatch* e as perspectivas de *rating*, indicando assim a probabilidade de uma mudança de *rating* e, em alguns casos, a direção dessa mudança, servindo para complementar a classificação da tabela acima.

Segundo a Standard & Poor's (2009), o *CreditWatch* é utilizado em três casos: na ocorrência de eventos como fusões, recapitalizações, referendos, medidas regulatórias, deterioração no desempenho de ativos securitizados, expectativa de mudanças operacionais ou quando acreditam necessitar de informações adicionais para avaliar o *rating* atual; quando houver mudança de desempenho do emissor ou da emissão que pode alterar o *rating* no curto prazo; e quando ocorrerem mudanças de critérios que possam afetar todo um setor ou um conjunto de transações.

Além disso, na maioria dos casos, um *rating* deverá ser colocado em *CreditWatch* se existe 50% de chance de ser alterado em 90 dias. Designações de *CreditWatch* negativas indicam a chance de rebaixamento, enquanto as positivas indicam uma possível elevação do *rating*.

A perspectiva de um *rating* possui um horizonte de tempo mais longo se comparado ao *CreditWatch*. Pode ser mantida por até dois anos para *ratings* com grau de investimento e um ano para os de grau especulativo e incorpora tendências ou riscos com impactos menos certos para a qualidade do crédito.

As principais perspectivas atribuídas podem ser classificadas em: positiva, que significa que o *rating* poderá ser elevado; negativa, que significa que o *rating* poderá ser rebaixado; e estável, significando que provavelmente o *rating* não será alterado.

2.1 Metodologias de classificação das agências de rating

No presente trabalho, o foco será apenas nos *ratings* soberanos e corporativos, sendo complementados com uma descrição dos *ratings* atribuídos às emissões corporativas.

Para análise dos *ratings* soberanos serão utilizadas as metodologias da Moody's e da Standard & Poor's, por serem as duas maiores agências do mercado e por possuírem informações disponíveis mais detalhadas e completas.

Para análise dos *ratings* corporativos será utilizada como base para o estudo as metodologias publicadas pela Standard & Poor's e Fitch. A metodologia utilizada pela Moody's faz uma análise setorial, não tendo publicado documentos que considerem empresas não financeiras de maneira geral.

O *rating* soberano considera a qualidade do crédito do governo nacional de honrar suas dívidas em moeda doméstica e estrangeira, não captando riscos referentes ao setor privado. Já o *rating* corporativo é uma opinião sobre a capacidade de pagamento das empresas emitentes de dívidas, não sendo uma recomendação de compra ou de venda, mas apenas uma avaliação utilizada na precificação dos ativos ou informações direcionadas a determinados investidores (Bone, 2006). Os *ratings* atribuídos a emissões específicas de dívida de longo prazo combinam em sua análise o risco de *default* e suas perspectivas de recuperação. Caso a dívida possua uma boa perspectiva de recuperação, principalmente se contar com boas garantias, poderá ser avaliada acima do *rating* corporativo. Caso contrário, deverá ser avaliada abaixo (Standard & Poors, 2008).

Para analisarem a qualidade do emissor e da emissão, baseiam-se em informações fornecidas pelas próprias empresas ou por fontes confiáveis. No caso de avaliação dos *ratings* corporativos, o risco soberano é incorporado, visto que, ao implementar políticas econômicas, o governo nacional interfere no ambiente financeiro e comercial do emissor corporativo, gerando impactos que devem ser levados em consideração (Liu e Ferri, 2001).

Apesar das diferenças existentes entre as metodologias utilizadas por cada agência no processo de classificação, todas se baseiam em análises qualitativas e quantitativas envolvendo, em geral, informações disponíveis publicamente ou estimativas, em casos de insuficiência de informações.

2.1.1 Rating Soberano

A metodologia utilizada pela Moody's para análise dos *ratings* soberanos é composta por quatro fatores gerais, divididos em subfatores, que oferecem uma explicação mais detalhada e se apoiam em indicadores, como mostrado na tabela a seguir:

Tabela 1.2 – Identificação dos principais fatores de *rating* pela Moody's

Figura 1

Fatores gerais de rating	Subfator de rating	Ponderação do subfator (em relação ao fator)	Indicadores do subfator
Fator 1: Força Econômica	Dinâmica de Crescimento	50%	Média de Crescimento Real do PIB _{t-4:t+5}
			Volatilidade no Crescimento Real do PIB _{t-9:t}
	Fatores de Ajuste	Pontuações de 1 a 6	Índice de Competitividade Global do Fórum Econômico Mundial _t
			PIB Nominal (US\$) _{t-1}
			PIB Per Capita (PPP, US\$) _t
Fator 2: Força Institucional	Quadro institucional e Eficácia	75%	Diversificação
			Boom de Crédito
			Índice Global de Eficácia Governamental
	Credibilidade e Eficácia da Política	25%	Índice Global de Estado de Direito
			Índice Global de Controle de Corrupção
Fator de Ajuste	Pontuações de 1 a 6	Nível de Inflação _{t-4:t+5}	
Fator 3: Força Fiscal	Carga de Dívida	50% ¹	Volatilidade da Inflação _{t-9:t}
			Histórico de <i>Default</i>
	Fatores de Ajuste	Pontuações de 1 a 6	Dívida Geral do Governo/PIB _t
			Dívida Geral do Governo/Receitas _t
			Pagamentos de Juros Gerais do Governo/Receita _t
Fator 4: Suscetibilidade a risco de eventos	Risco Político	Função máx. ²	Pagamentos de Juros Gerais do Governo/PIB _t
			Tendência de Dívida _{t-4:t+1}
	Risco de Liquidez do Governo	Função máx. ²	Dívida Geral do Governo em Moeda Estrangeira/Dívida Geral do Governo _t
			Outras dívidas do setor público/PIB _t
Risco do Setor Bancário	Função máx. ²	Ativos Financeiros ou Fundos Soberanos do Setor Público/Dívida Geral do Governo _t	
		Risco Político Interno	
Risco de Vulnerabilidade Externa	Função máx. ²	Risco Geopolítico	
		Indicadores Fundamentais	
	Função máx. ²	Tensão de Financiamento do Mercado	
		Força do Sistema Bancário	
Função máx. ²	Função máx. ²	Tamanho do Sistema Bancário	
		Vulnerabilidades de Financiamento	
Função máx. ²	Função máx. ²	(Saldo da Conta Corrente + IED)/PIB _t	
		Indicador de Vulnerabilidade Externa (IVE) _{t,2}	
Função máx. ²	Função máx. ²	Posição de Investimento Internacional Líquido/PIB _t	

Se uma série temporal for usada, os dados históricos e a previsão terão o mesmo peso.

¹ Para obter uma descrição detalhada de como esses pesos podem variar, consulte a Figura 12.

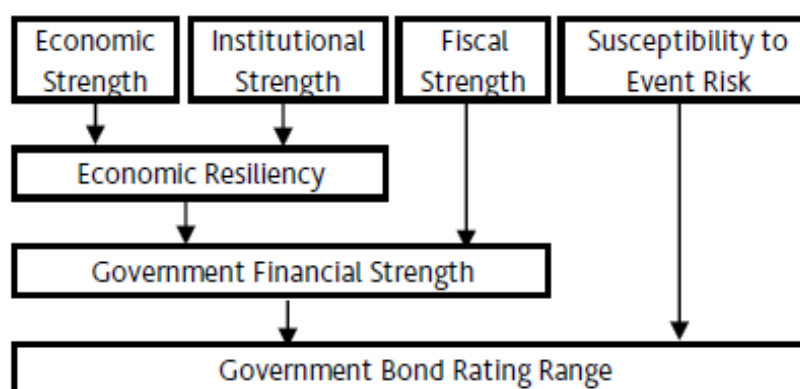
² A agregação de risco político, risco de liquidez do governo, risco do setor bancário e vulnerabilidade externa o risco segue uma função máxima, ou seja, assim que uma área de risco garante uma avaliação de risco elevado, a suscetibilidade geral do país ao risco de evento é classificada nesse nível específico, elevado.

Fonte: Moody's (2015).

As informações utilizadas para estimar os subfatores são retiradas de diversas fontes internacionais como Fundo Monetário Internacional (FMI), Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), Comissão Europeia, Banco Mundial e o Banco de Compensações Internacionais (BIS). Porém, alguns indicadores necessitam de estimativas baseadas em fontes de estatísticas nacionais, desenvolvidas pela Moody's.

Os fatores gerais de *rating* são divididos em Força Econômica, Força Institucional, Força Fiscal e Susceptibilidade a Eventos de Risco. A combinação dos dois primeiros gera o que a Moody's denominou de Resiliência Econômica.

Figura 1.1 – Determinação do *rating* pela Moody's



Fonte: Moody's (2015).

O primeiro fator, representado pela Força Econômica do soberano, focada no potencial de crescimento, diversificação, competitividade, renda nacional e tamanho, é de grande importância para determinar a resiliência do país ou sua capacidade de absorção de choques. A Moody's acredita que a capacidade de gerar receita e arcar com o serviço da dívida depende do crescimento econômico e da prosperidade, afirmando que a ausência desse fator tem sido decisiva na ocorrência de *defaults* no passado.

A importância da Força Institucional busca analisar se as características institucionais do país contribuem para a capacidade de pagamento de sua dívida. Um dos aspectos importantes referentes a esse fator é a capacidade do governo para condução de políticas econômicas saudáveis, que persigam o crescimento econômico e a prosperidade. De acordo com a Moody's, 30% dos *defaults* já ocorridos estão relacionados às fraquezas políticas e institucionais.

A Força Fiscal é o responsável por captar, de modo geral, a saúde das finanças do governo. Analisam, inicialmente, os pesos relativos da dívida (dívida/PIB, dívida/receita) e o *debt affordability* (pagamento de juros em relação à receita e ao PIB). A partir daí, levam em consideração a estrutura da dívida pública.

Os três primeiros fatores apresentados são utilizados para avaliar a capacidade do governo de suportar choques em uma perspectiva de médio prazo. A combinação da Força Fiscal com a Resiliência Econômica gera uma nova análise. O peso da Força Fiscal é maior para países com Resiliência Econômica moderada, pois a Moody's se baseia na ideia de que as condições de solvência de países com alta Resiliência Econômica são menos suscetíveis a mudanças em suas métricas de dívidas, enquanto que as condições de solvência de países com Resiliência Econômica moderada são mais sensíveis a mudanças em sua Força Fiscal. Já as condições de solvência de países com baixa Resiliência Econômica tendem a ser mais fracas independentemente das métricas de dívidas. A combinação desses três fatores resulta em um intervalo indicativo preliminar do *rating*.

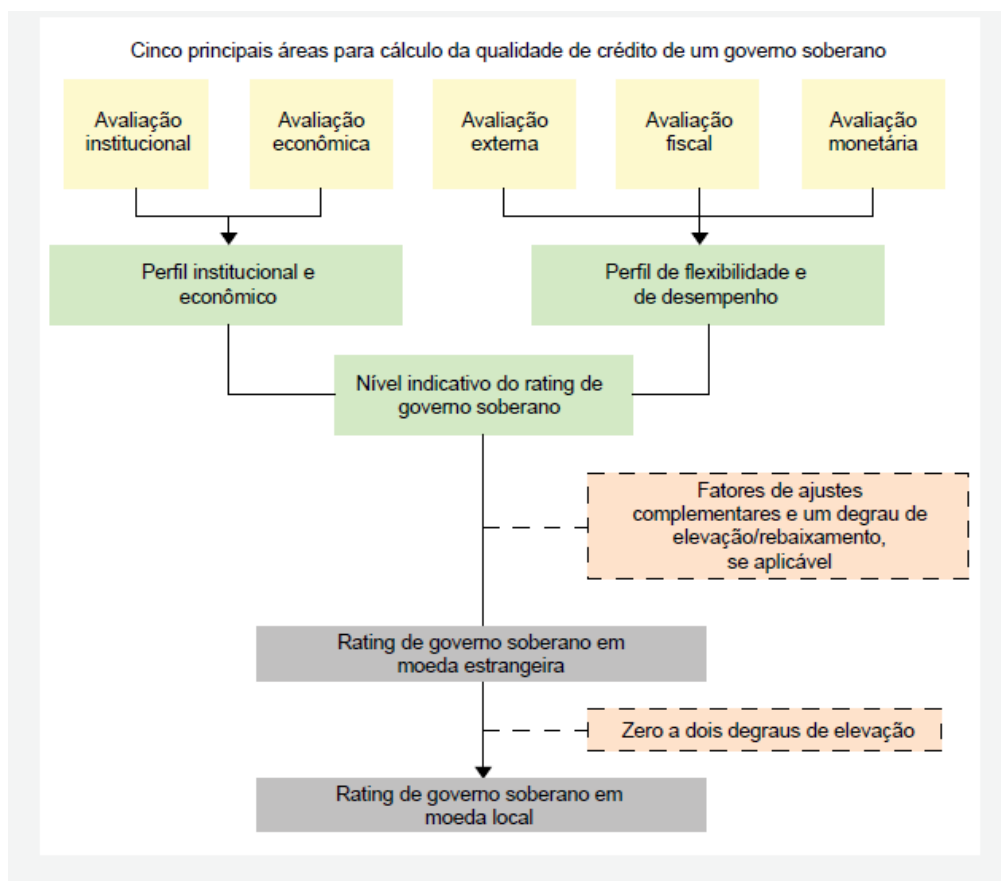
Por outro lado, o quarto fator, referente à Susceptibilidade a Eventos de Risco, representa um risco proveniente de acontecimentos extremos e inesperados que podem prejudicar as finanças públicas e aumentar a probabilidade de inadimplência do soberano repentinamente. Este fator é um limitante que pode reduzir o intervalo preliminar do *rating* (Moody's, 2015).

De maneira semelhante, a Standard & Poor's (2015) utiliza-se de cinco fatores principais para sua análise de crédito de governos soberanos:

- 1- Avaliação institucional: reflete a eficácia institucional e de governança e riscos de segurança. Assim, tem como fatores principais a serem analisados a eficácia, estabilidade e previsibilidade da elaboração de políticas do governo soberano e de suas instituições políticas. Os fatores secundários referem-se à transparência e prestação de contas das instituições e, por fim, os fatores de ajuste potencial são representados pela cultura de pagamento da dívida do governo soberano e os riscos de segurança externa, ou geopolíticos, referentes a possíveis guerras ou tensões com outros países.
- 2- Avaliação econômica: reflete a estrutura econômica e perspectivas de crescimento. Tem como fatores principais a serem considerados os níveis de renda, as perspectivas de crescimento e a diversidade e a volatilidade econômica.

- 3- Avaliação externa: reflete a liquidez externa e posição de investimento internacional. Os fatores determinantes dessa avaliação são o *status* da moeda de um governo soberano em transações internacionais, a liquidez externa do país, refletindo a capacidade de gerar moeda estrangeira e cumprir com suas obrigações, e a posição externa do país, que mostra os ativos e passivos dos residentes em relação ao resto do mundo.
- 4- Avaliação fiscal: reflete o desempenho fiscal e flexibilidade, tendências fiscais e vulnerabilidades de longo prazo, bem como o encargo da dívida, sua estrutura e acesso a financiamento, com a avaliação geral para este fator sendo a média dos dois segmentos.
- 5- Avaliação monetária: reflete a flexibilidade monetária. Sua análise considera a capacidade do governo soberano de coordenar a política monetária com políticas fiscais, dentre outras, para dar suporte sustentável ao crescimento econômico, à credibilidade da política monetária e ao impacto orientado para o mercado de mecanismos monetários sobre a economia real.

Figura 1.2 – Estrutura de avaliação do *rating* soberano pela Standard & Poor's



Fonte: Standard & Poor's (2015).

As cinco principais áreas são avaliadas em uma escala numérica que vai do ‘1’ (mais forte) ao ‘6’ (mais fraca), baseadas em fatores quantitativos e considerações qualitativas. Assim, é feita uma combinação entre as avaliações institucionais e econômicas, dando origem ao “perfil institucional e econômico” de um governo soberano, que reflete a visão da agência de *rating* acerca da resiliência da economia de um país, a força e a estabilidade das suas instituições civis e a eficácia de sua elaboração de políticas. A combinação entre as avaliações externa, fiscal e monetária formam o “perfil de flexibilidade e desempenho”, retratando a visão que possuem da sustentabilidade do equilíbrio fiscal e monetária do governo (Standard & Poor’s, 2015). Esses dois perfis em conjunto determinam o indicativo do *rating* do governo soberano.

Um governo soberano pode ter seu *rating* em moeda estrangeira diferindo em mais de um degrau com o nível de *rating* indicativo. Possuir fraca liquidez externa e encargo de dívida extremamente alto como características fazem com que o governo soberano receba um *rating* em moeda estrangeira abaixo do nível de *rating* indicativo. Caso possua ativos financeiros líquidos muito elevados, poderá receber um *rating* em moeda estrangeira acima do nível indicativo. Os riscos de evento, referentes a ocorrência de algum evento inesperado, também podem fazer com que o *rating* do governo soberano se torne diferente do nível de *rating* indicativo.

Segundo a S&P, os *ratings* em moeda local podem ser maiores do que os em moeda estrangeira, visto que os governos soberanos podem ter poderes únicos dentro de seu país, o que inclui a capacidade de emissão de dívida em moeda local e o controle do sistema financeiro doméstico por meio de regulação, o que pode contribuir para uma maior qualidade do crédito em moeda local. Os *ratings* em moeda local e estrangeira serão os mesmos nos casos em que o país for membro de uma união monetária ou quando utiliza moeda de outro governo soberano.

2.1.2 Rating Corporativo (empresas não financeiras)

Para avaliar o *rating* das empresas emissoras, tanto a Standard & Poor’s (2013) quanto a Fitch Ratings (2015) consideram fatores quantitativos e qualitativos envolvendo o perfil de risco de negócios da empresa e o perfil de risco financeiro.

Segundo a Fitch, as principais informações utilizadas para a avaliação são as informações públicas divulgadas pela empresa, como demonstrações financeiras auditadas, objetivos estratégicos e apresentações a investidores.

A Fitch considera como fatores fundamentais na determinação do *rating*:

Figura 1.3 – Principais fatores de *rating* segundo a Fitch

• Risco do Setor	• Perfil Financeiro
• Ambiente Operacional	○ Fluxo de Caixa e Resultados
• Perfil da Empresa	○ Estrutura de Capital
• Estratégia de Administração/Governança	○ Flexibilidade Financeira
• Estrutura do Grupo	

Fonte: Fitch Ratings (2015).

O primeiro fator considerado na determinação dos *ratings* são os fundamentos de cada setor. Setores com poucas perspectivas de crescimento, com caráter cíclico ou voláteis são considerados mais arriscados do que os setores estáveis, que possuem menor número de concorrentes e maiores barreiras à entrada assim como um volume de demanda previsível. Todavia, isso não significa que a companhia inserida em um setor mais estável irá, necessariamente, receber uma classificação mais alta, já que é necessária a consideração de outros fatores que irão refletir nas diferenças do perfil de riscos financeiros, gerenciais e do país.

O ambiente operacional, considerado na análise, reflete os riscos e oportunidades associadas ao emissor decorrentes de mudanças sociais, demográficas, regulatórias e tecnológicas.

Em terceiro lugar, analisa-se o perfil da empresa, que demonstra essencialmente o posicionamento da companhia em mercados relevantes, sendo considerado um indicador da capacidade do emissor de suportar pressões competitivas.

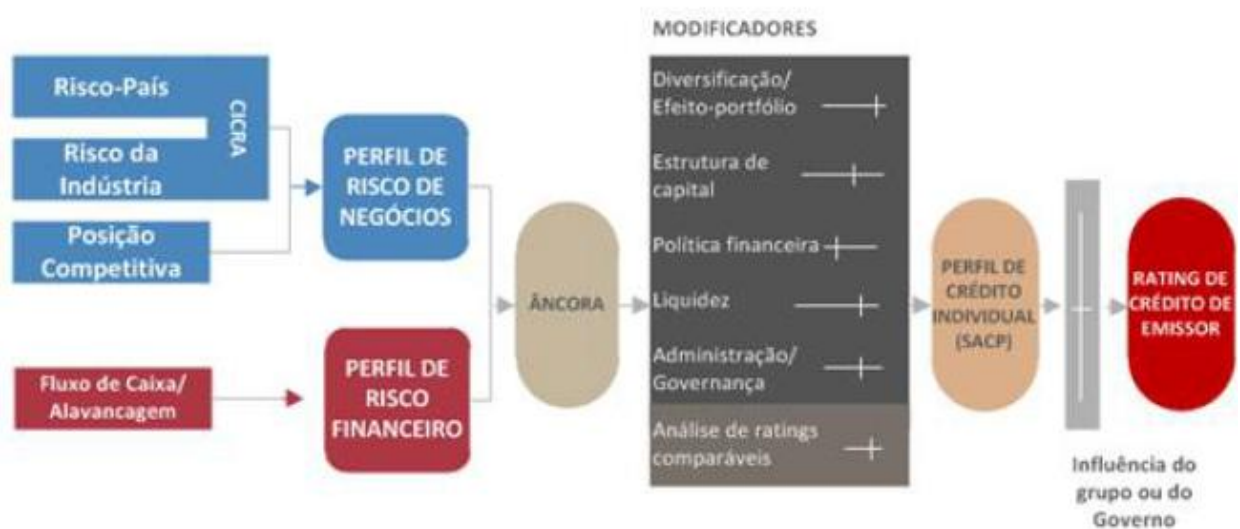
Ao avaliar a estratégia de administração e governança corporativa observam quais são as fontes de financiamento utilizadas, a capacidade de suportar um aumento da dívida e a necessidade de novos financiamentos, que demonstram o nível de tolerância ao risco dos gestores. A estrutura do grupo, referente a relação entre matrizes e subsidiárias, também é considerada.

O foco da análise quantitativa da Fitch está no perfil financeiro do emissor, englobando essencialmente análises do fluxo de caixa, cobertura e alavancagem e na maneira como é feita a combinação de recursos internos e externos para o cumprimento de suas obrigações. A flexibilidade financeira é outro fator considerado pela agência. Empresas conservadoras, com nível de caixa elevado, demonstram mais facilidade em enfrentar situações de volatilidade sem comprometer a qualidade de seu crédito.

Além disso, outros fatores que não estavam previstos anteriormente podem vir a ser incluídos na análise, classificados pela Fitch como “Risco de Eventos”. Esses riscos incorporam mudanças internas da empresa, como mudanças em sua estrutura de capital, ocorrência de fusão ou aquisição ou uma reestruturação estratégica e mudanças externas referentes a fatores como mudanças na legislação ou desastres naturais.

No critério utilizado pela S&P, a combinação do perfil de risco de negócios com o perfil de risco financeiro da empresa determina a âncora de um emissor, que pode ser modificada por alguns fatores adicionais.

Figura 1.4 – Estrutura dos ratings corporativos: Standard & Poor’s



Fonte: Standard & Poor’s (2013).

O perfil de risco de negócios envolve o potencial de risco e retorno de uma empresa nos mercados em que atua, possuindo esse perfil maior peso no caso de âncoras em grau de investimento. Para sua análise, avalia-se o risco-indústria, o risco-país e sua posição

competitiva, onde a combinação desses três fatores determina a avaliação do perfil de risco de negócios de uma empresa.

O risco-indústria analisa a estabilidade relativa dos mercados em que a empresa atua, enquanto o risco-país leva em consideração os riscos econômicos, institucionais e de eficiência da governança, riscos do sistema financeiro e da cultura de pagamento ou do Estado de Direito nos países onde a empresa opera. Já a avaliação da posição competitiva incorpora as vantagens e desvantagens competitivas que a empresa possui dentro dos mercados em que participa.

Assim, de acordo com o seu perfil de risco negócios, a administração da empresa deve tomar algumas decisões, como optar pela forma que será feita a captação de recursos e definir como seu balanço patrimonial será constituído. O resultado dessas decisões define o perfil de risco financeiro, possuindo peso maior para âncoras em grau especulativo e sendo determinado conforme sua avaliação do fluxo de caixa/alavancagem.

A combinação do perfil de risco de negócios com o perfil de risco financeiro dá origem à âncora do emissor, que pode ser modificada pelos seguintes fatores adicionais:

- 1- Diversificação/efeito-portfólio, que analisa os benefícios da diversificação das linhas de negócios;
- 2- Estrutura de capital, que avalia os riscos em sua estrutura que não podem ser detectados na avaliação de seu fluxo de caixa/alavancagem;
- 3- Política financeira, utilizada para aprimorar a visão dos riscos de uma empresa;
- 4- Liquidez, que possui avaliação focada nos fluxos monetários representados pelas fontes e usos de caixa;
- 5- Administração e governança corporativa, que refletem como a competência estratégia da administração, a eficácia operacional, a gestão de riscos e as práticas de governança formam sua posição competitiva no mercado, a solidez de sua gestão de risco financeiro e de sua governança.
- 6- Análise de *ratings* comparáveis, que se baseia em uma visão geral das características de crédito individual da empresa, isto é, sendo avaliado no agregado, que pode acarretar em uma elevação ou rebaixamento de um degrau. A aplicação dessa análise mostra a necessidade da realização de um ajuste mesmo após a utilização de cada um dos outros modificadores.

A partir da âncora e dos modificadores, pode-se definir quanto de risco financeiro uma empresa financeira pode suportar, dado um determinado nível de SACP (*Stand-Alone Credit Profile* ou Perfil de Crédito Individual). O ICR (*Issuer Credit Rating* ou *Rating* do Emissor de Crédito) será determinado a partir da combinação entre o SACP e a estrutura de suporte. Por meio desta, são captadas as possíveis influências negativas de grupos ou do governo, podendo afetar fatores no risco de negócios ou no risco financeiro. A incorporação desse critério no SACP pode gerar consequências, como sua restrição pelo *rating* soberano.

2.1.3 Rating Emissões

Os *ratings* atribuídos a emissões avaliam as emissões de dívidas corporativas de maneira individual, podendo esta ser de longo ou curto prazo. *Ratings* de emissão de longo prazo incorporam o risco de *default* e as perspectivas de recuperação da dívida analisada. As dívidas com boas perspectivas de recuperação, principalmente as que possuem boas garantias, são avaliadas acima do *rating* de crédito corporativo. Caso contrário, são avaliadas abaixo. Essa classificação diferenciada entre os *ratings* de emissores e emissões é chamada de degraus (“*notching*”) e não é aplicável às dívidas de curto prazo.

A Standard & Poor’s (2008) considera que um título individual com perspectivas de recuperação superiores a 70% tem potencial para ser avaliado acima do *rating* de crédito corporativo, enquanto que possuir uma recuperação estimada inferior a 30% aumenta a possibilidade de a emissão ser avaliada abaixo.

Quanto maior o risco de *default*, maior a preocupação do que poderá ser recuperado. Por isso, a ponderação dos aspectos de recuperação varia a medida em que esse risco aumenta. A S&P, por exemplo, não realiza análises específicas de recuperação absoluta para dívidas avaliadas em grau de investimento devido à dificuldade em se analisar o cenário de *default* de uma empresa com qualidade de crédito muito boa.

2.1.4 Ratings em Escala Nacional e Global

Os *ratings* em escala nacional referem-se às avaliações da qualidade de crédito dos emissores ou emissões em relação a outros emissores ou emissões de um mesmo país,

independentemente de serem denominadas em moeda local ou estrangeira. Têm como objetivo oferecer uma medida relativa de qualidade de crédito dentro de um único país, apresentando apenas uma ordem de classificação de risco de crédito dentro da região observada. Além disso, segundo a Moody's (2016), os *ratings* em escala nacional não possuem significado absoluto intrínseco em termos de risco de *default* ou perda esperada, reforçando a ideia de que são apenas posições ordinais da qualidade de crédito dentro de determinado país. Assim, os *ratings* em escala nacional são utilizados para diferenciar de forma mais detalhada o risco de crédito relativo dentro de um país do que seria possível se obter por meio dos *ratings* globais. Todavia, utiliza critérios idênticos ao dos *ratings* globais, englobando os mesmos fatores de risco.

Os *ratings* globais, assim como os nacionais, podem ser denominados em moeda local ou estrangeira. Porém, sua principal diferença está na possibilidade de comparação de *ratings* entre diferentes países, tendo como objetivo principal, comparar setores, mercados, tipos de obrigação e geografia. Além disso, os *ratings* de crédito em escala nacional possuem maior volatilidade se comparados aos globais, visto que uma mudança de *rating* em escala global poderá refletir em uma alteração maior de *rating* na escala nacional (Standard & Poor's, 2014).

2.1.5 Ratings corporativos acima do soberano

Em sua metodologia para definir quais os casos em que *ratings* corporativos estarão em um nível acima do soberano, a Standard & Poor's (2013) define um critério que abrange os seguintes aspectos: casos em que acredita que a companhia não entrará em *default* em um cenário de estresse que provavelmente acompanha um *default* soberano; uma estrutura que define quantos degraus o *rating* corporativo poderá ficar acima do soberano, que depende principalmente da sensibilidade do setor ao risco-país; e os limites de *rating* para moeda estrangeira, baseados nos riscos de transferência e conversibilidade da moeda – denominada de avaliação de T&C, que reflete a probabilidade de o soberano limitar o acesso de uma empresa ao câmbio necessário para o cumprimento das obrigações de pagamento da dívida. Além disso, a agência ressalta a importância da localização da sede corporativa para exposição geral ao risco, visto que esse fator interfere fortemente na percepção e reputação da empresa.

A Moody's (2015) ressalta que *ratings* corporativos podem ser afetados pelas mudanças nos *ratings* soberanos em diferentes níveis, dependendo da relação que o emissor possui com o governo soberano. Caso os *ratings* estejam baseados em garantias fornecidas pelo governo como, por exemplo, uma garantia em títulos públicos, o emissor estará avaliado no mesmo nível de *rating* ou em nível inferior.

A agência também afirma que os *defaults* soberanos estão intimamente ligados às recessões econômicas e à instabilidade do ambiente macroeconômico, afetando diversos outros setores. Além disso, os *ratings* corporativos podem ser impactados pelas possíveis medidas implementadas nesses períodos como mudanças na política fiscal, regulatória, medidas de austeridade, entre outros meios pelos quais o governo pode interferir na tentativa de saída do período de crise. Assim, a desaceleração econômica, a saída de capital, limitações de liquidez, aumento dos custos de financiamento e os riscos associados à incerteza política, são citados pela Moody's como sendo fatores decorrentes de uma piora da qualidade de crédito do soberano responsáveis por pressionar fortemente outros emissores.

Devido a isso, essa agência possui um critério rigoroso acerca dos *ratings* que podem se estabelecer acima do *rating* soberano. É preciso que o emissor demonstre forte capacidade de isolamento dos choques macroeconômicos, devendo possuir uma parcela significativa de suas receitas, fluxo de caixa, ativos e capital provenientes de fontes externas. Nos casos em que o emissor tiver como foco de atuação o ambiente doméstico, mas possuir fundamentos de crédito mais sólidos se comparado ao soberano, estará limitado a obter uma avaliação de *rating* uma nota acima. Apenas em situações extremamente raras, caso a empresa possua uma controladora estrangeira, por exemplo, é possível a obtenção de um *rating* mais de dois níveis acima do soberano.

CAPÍTULO III – INFLUÊNCIA E FRAGILIDADE DAS CLASSIFICAÇÕES DE RISCO CONCEDIDAS PELAS AGÊNCIAS DE RATING

Ao optarem pela emissão de dívidas como fonte de financiamento, as empresas estão construindo sua estrutura de capital tendo em vista a obtenção de custos vantajosos decorrentes dessa escolha. De acordo com Auh (2013), uma firma ao desperdiçar bons investimentos ou ao se envolver em projetos ineficientes, por exemplo, faz com que investidores interessados em adquirir seus títulos de dívida requeiram uma maior compensação ao risco, aumentando seu custo de financiamento.

As agências de *rating*, ao classificarem o risco de crédito das empresas, possuem papel relevante na precificação dos ativos e nos prêmios cobrados pelo risco. Ao promoverem uma alteração no *rating* de uma determinada empresa estão, indiretamente, alterando seu custo de financiamento, dado que cada nível de *rating* representa uma avaliação de risco de crédito.

Devido a isso, em certos casos, o comportamento das empresas deixa de refletir os fundamentos oferecidos pelas teorias de estrutura de capital, como a teoria do *trade-off* e do *pecking order*, devido à influência das avaliações feitas pelas agências.

Um dos fatores que contribuem para essa influência é o fato de que as agências reguladoras, desde a década de 1930, vêm formulando regras que limitam a participação de valores mobiliários que possuam *ratings* abaixo de um nível pré-determinado na carteira de certas instituições, como seguradoras e fundos de pensão, importantes *players* do mercado financeiro. Com isso, ativos podem deixar de ser comprados ou podem ter que ser vendidos em casos de *downgrade*, ação que pode trazer grandes variações nos *spreads* desses títulos e, conseqüentemente, no custo de captação de recursos da empresa emissora.

Outro fator que faz do *rating* um limitante, impactando no custo de financiamento das empresas, é a metodologia utilizada pelas agências em suas avaliações. Os critérios utilizados na classificação dos emissores corporativos de acordo com o *rating* soberano, referente ao país em que a empresa está localizada ou em que mantém a maior parte de seus negócios, fazem com que alterações no *rating* soberano impactem diretamente no *rating* corporativo. Apesar desse critério ser extremamente relevante, o rigor aplicado pelas instituições, em

muitos casos, faz com que o rebaixamento do país em que a empresa está localizada provoque um rebaixamento da empresa a um nível inferior ao verdadeiro risco de crédito correspondente.

Essa questão é amplamente discutida em níveis macroeconômicos, sendo vista como fator agravante em diversas crises em escala mundial. Além disso, outros erros que, porventura, possam vir a ser cometidos pelas agências, podem contribuir para o início dessas crises, como a ocorrida em 2008 nos Estados Unidos.

Assim, diversas críticas são feitas às agências de *rating*. A existência de barreiras à entrada, baixos níveis de competição, falta de transparência e de responsabilidade também são citados como fatores preocupantes por trazerem grandes prejuízos a esse mercado, que interfere fortemente nas condições de investimento das empresas e, conseqüentemente, na economia como um todo.

3.1 Impacto dos ratings sobre as condições de financiamento das empresas

3.1.1 Perspectiva de alteração dos ratings corporativos e a estrutura de capital

Segundo Kisgen (2006), os gestores das empresas, aparentemente, levam os *ratings* de crédito em consideração quando estão tomando decisões referentes à estrutura de capital. Sua hipótese, denominada de “CR-CS” (*Credit Rating – Capital Structure*) é de que existem custos (benefícios) associados a diferentes níveis de *rating*. De acordo com a relação CR-CS, firmas próximas a um *downgrade* ou a um *upgrade* de *rating* irão emitir menos dívida, em média, do que firmas que não se encontram próximas a uma mudança de nível. Com isso, a estrutura de capital baseada nas teorias do *trade-off* e do *pecking order* podem sofrer o impacto de uma mudança de *rating*.

A teoria do *trade-off*, conforme visto na seção 1.3.1, considera basicamente que a empresa, visando maximizar seu valor, irá balancear os incentivos fiscais e os custos de falência para determinar o nível ótimo de alavancagem da firma, fazendo com que esta tenda a se mover em direção a esse ponto.

A relação CR-CS afirma que diferentes níveis de *rating* de crédito estão associados a diferentes custos (benefícios) para a firma. Se o custo (benefício) dependente do *rating* for

relevante, gestores poderão equilibrá-lo em direção diferente dos custos e benefícios tradicionais implicados pela teoria do *trade-off*. Assim, existirão casos em que os custos associados a uma mudança de *rating* poderão resultar em uma organização da estrutura de capital contrária da implicada pelos fatores tradicionais da teoria do *trade-off* e casos em que os fatores da teoria poderão se sobrepor às considerações dos *ratings* (Kisgen, 2006).

A teoria do *pecking order*, por sua vez, de acordo com a seção 1.3.2, defende que uma firma geralmente irá preferir financiar projetos primeiramente com fundos internos e a segunda opção seria a emissão de dívida. A emissão de ações ocorreria apenas quando os fundos internos tivessem se extinguido e a firma tivesse atingido o limite de sua capacidade de endividamento. O modelo de *pecking order*, portanto, implica que o endividamento das firmas irá crescer quando os investimentos excederem os fundos gerados internamente e as dívidas irão cair quando o investimento for menor do que a geração de capital interno.

A relação CR-CS sugere que uma alteração no nível de alavancagem pode implicar numa mudança de *rating* com impactos sobre custos (benefícios). Em função destes impactos potenciais, firmas próximas a um *downgrade* ou *upgrade* tendem a optar por uma estrutura de capital que se organiza no sentido oposto ao previsto pela teoria do *pecking-order*. Segundo Kisgen (2006), firmas que preveem aumento em sua classificação de crédito devem escolher emitir ações ao invés de dívida, evitando, desta forma, elevar o endividamento, com o objetivo de obter os benefícios de um *rating* mais elevado, e empresas próximas a um rebaixamento devem evitar emitir dívidas para se prevenir dos custos extras resultantes de um *downgrade*, contrariando as implicações da teoria do *pecking order*.

3.1.2 Regulações baseadas em *ratings* e custos de financiamento

Como já visto, os *ratings* corporativos podem influenciar os custos de captação das empresas, com *ratings* de pior qualidade gerando custos maiores e *ratings* de boa qualidade reduzindo esse custo.

O estabelecimento de regulações baseadas nos *ratings* atribuído aos títulos podem agravar ainda mais o impacto das classificações feitas pelas agências no custo de financiamento, com possíveis reflexos sobre sua estrutura de capital. Ademais, interfere nas

decisões dos investidores financeiros, que devem, em alguns casos, alterar seu portfólio visando se ajustar às normas instituídas.

Segundo Kisgen (2009), nos Estados Unidos, as regulações baseadas nas classificações de crédito dos títulos da dívida começaram no início da década de 1930. Em 1936, o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos estabeleceu uma regra que impedia os bancos de investir em títulos predominantemente especulativos, baseando-se em, no mínimo, dois manuais de *rating*.

Em 1951, as companhias de seguros também foram afetadas pelas regulações fundamentadas nos *ratings*, com seus riscos fortemente associados às classificações de crédito. Com isso, os títulos mais arriscados tornavam-se mais custosos para serem mantidos em carteira, uma vez que um portfólio de maior risco requer uma maior reserva de capital por parte da instituição.

A regra 2a-7 da SEC estabeleceu que os fundos de investimento do mercado monetário deveriam limitar seus investimentos em títulos classificados pelo menos como A+ e *commercial papers* com classificação mínima em A1. Em 1975, a regra 15c3-1 da SEC estabeleceu requerimentos de margens de corretagem que estavam em função dos *ratings* desses títulos (Kisgen, 2009:7).

De forma semelhante, os fundos de pensão restringiram a parcela do seu portfólio que poderia ser aplicada em títulos podres, usualmente denominados de *junk bonds*. Em 1988, o Ministério do Trabalho americano instituiu uma regulação permitindo investimentos em títulos lastreados em ativos apenas classificados, no mínimo, como A. Fundos mútuos de títulos com grau de investimento poderiam manter em carteira apenas 5% dos seus ativos em títulos com grau especulativo, devendo vender todos os que, porventura, viessem a ter sua classificação reduzida para B, ou abaixo desse nível.

Em 1989, as instituições de poupança e crédito americanas foram proibidas de investir em *junk bonds*, sendo impedidas de adquiri-los até 1994.

Em 1993, o Comitê de Basileia de Supervisão Bancária propôs que bancos comerciais com atividades internacionais envolvendo transações de títulos deveriam possuir capital adicional a fim de se proteger contra seus títulos que não possuíam grau de investimento (Kisgen, 2009:6)

Devido ao grande número de regulações baseadas nas classificações de *rating*, a SEC, em 1975, estabeleceu que somente agências reconhecidas por ela poderiam ser utilizadas para esse fim. Moody's, S&P e Fitch foram as primeiras a serem incluídas nessa categoria, que foi denominada de NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*). Até dezembro de 2014, havia dez agências de *rating* registradas como NRSRO, sendo oito delas americanas, uma mexicana e uma japonesa (Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 2014).

Auh (2013) exemplifica os efeitos das regulações por meio da atuação das companhias de seguros, que podem ser consideradas como as empresas que mais adquirem títulos de dívida, detendo de 30% a 40% dos títulos corporativos dos Estados Unidos. São caracterizadas por serem fortemente reguladas em termos de adequação de capital, principalmente por meio de sua taxa RBC (*Risk-Based Capital*), que deve ser mantida acima de um determinado nível, o que afeta a construção do seu portfólio.

Um dos grandes responsáveis pela alteração dessa taxa é o *rating* dos títulos detidos pela instituição. Sempre que um deles é rebaixado, a taxa RBC cai, forçando a injeção de mais capital ou a venda desse ativo para que a taxa RBC possa subir e voltar ao nível desejado.

A mudança de *rating* do título, além de trazer consequências à instituição detentora, também afeta, de maneira indireta, a empresa emissora. Auh (2013) cita o exemplo de duas firmas idênticas, A e B, com títulos precificados de forma idêntica. O título emitido pela firma A é comprado por uma boa companhia de seguro, enquanto o título da firma B, por uma de pior qualidade. Admite-se a ocorrência de um choque econômico que afeta ambos os ativos e provoca o rebaixamento de seus *ratings*, reduzindo a taxa RBC de ambas as instituições. Porém, a instituição que detém o ativo B fica ainda mais próxima do nível mínimo exigido pela regulação, acarretando a venda forçada desse ativo, denominada "*fire-sale transaction*". Isso causa o aumento do *spread* do título da firma B em relação ao da firma A fazendo com que, durante esse período, B tenha um custo maior para se financiar. Além disso, esse acontecimento pode fazer com que seja mais vantajoso para a empresa B não emitir novos títulos, impactando a decisão da firma de realizar novos investimentos.

Nesse caso, é possível observar que o aumento do custo de financiamento da empresa B ocorreu de forma exógena às decisões da firma, dado que não é possível escolher a instituição que irá adquirir o ativo emitido. Dessa forma, a presença desse tipo de regulação

gera uma pressão ainda maior para a venda de títulos em caso de rebaixamento de seus *ratings*, intensificando os efeitos que já seriam sentidos com uma piora da sua avaliação de crédito.

Dado que a curva de demanda por títulos é negativamente relacionada ao seu preço, a implementação de uma restrição na participação de certos investidores em um mercado de *bonds* específicos fará com que o *yield* aumente nesse mercado. Portanto, ao se comparar títulos pertencentes a instituições com características regulatórias distintas, uma restringindo a detenção e manutenção de títulos sem grau de investimento e outra permitindo sua permanência na carteira, observa-se que uma firma poderá ter que pagar taxas de juros maiores em suas dívidas, apesar de a firma não ter um maior risco de *default*, se comparada a outra com mesma classificação de risco de crédito, mas pertencente a uma instituição sem restrições regulatórias. (Kisgen, 2006)

Em outras palavras, se a oferta de capital não é infinitamente elástica, regulações que afetam o custo do detentor de recursos para aplicar em um tipo de título específico ou a existência de restrições para adquirirem certos títulos podem afetar o custo de captação da empresa. Ao afetar o custo de capital da empresa, essas regulações afetam o financiamento da firma e suas decisões de investimento. (Kisgen, 2009).

Assim, mudanças de *rating*, podem trazer consequências para a economia através do aumento do custo de financiamento das empresas, que provoca a redução do investimento.

3.1.3 Alteração dos *ratings* soberanos e custos de financiamento

A metodologia utilizada pelas agências de *rating* que tem como objetivo atrelar os *ratings* corporativos aos *ratings* soberanos, apresentada na seção 2.1.5, também pode ser vista como sendo responsável por gerar impactos no custo de financiamento das firmas alheios as suas decisões.

De acordo com parâmetros utilizados na análise realizada pelas agências, vistos no segundo capítulo, as firmas sofrem as consequências de estarem alocadas em determinados países, sem que a capacidade de honrar suas obrigações em moeda local esteja comprometida. Porém, muitos fatores mostram a relevância de se atrelar o país à empresa.

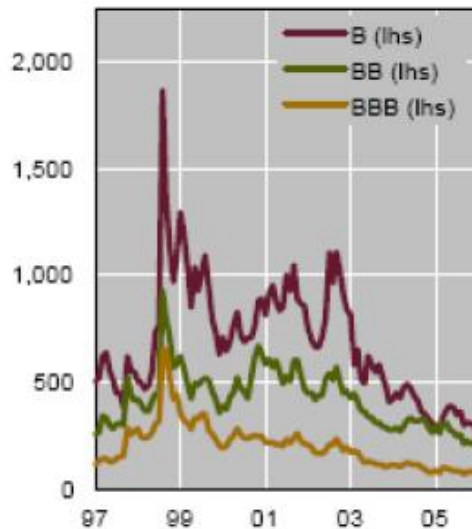
Um dos critérios utilizados na avaliação considera o risco-país como a exposição a uma perda na concessão de empréstimos a outros países causados por eventos que possam estar sob o controle do governo, mas não sob o controle de uma empresa privada, em um país específico. Empresas privadas que realizam emissões de dívidas no exterior e, assim, possuem credores externos, se encaixam nessa definição, já que podem enfrentar riscos de conversibilidade ou de transferência de divisas caso o Estado soberano passe a impor restrições ao fluxo de capitais (Canuto e Santos, 2003).

Dessa forma, o *rating* soberano e o risco-país estão fortemente relacionados, dado que um *default* na dívida soberana tende a causar um impacto negativo no fluxo de capitais para o país, afetando companhias privadas que tenham que honrar suas obrigações com credores externos. Assim, as empresas que optam pela obtenção de financiamento no exterior podem ser prejudicadas em casos de fortes controles cambiais, que dificultam a captação de recursos.

No caso dos *ratings* soberanos, segundo Canuto e Santos (2003), sua utilização como referência para uma aproximação ao risco de crédito tende a refletir-se nos preços dos ativos e nos prêmios cobrados pelos riscos. Além disso, Canuto e Santos (2003) observaram que, geralmente, os governos classificados em grau especulativo possuem mais dificuldade para captar recursos no mercado internacional se comparados aos governos que alcançam o nível de grau de investimento, o que afeta diretamente o custo de financiamento externo do setor privado.

Neste sentido, Elkhoury (2008), mostra em seus estudos que, no caso de títulos de dívida soberanos, existe uma correlação clara entre seus *spreads* e *ratings*. Quanto menor o *rating*, maior o *spread*.

Gráfico 1.1 – Bond Spreads x Ratings

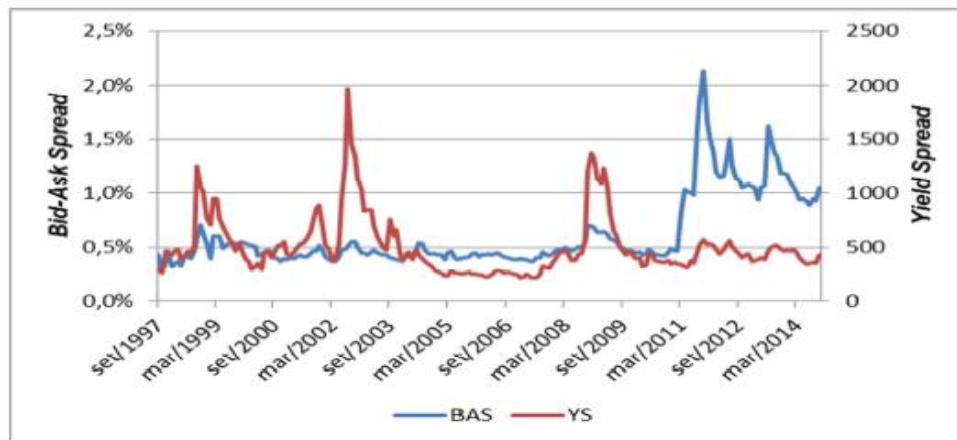


Fonte: Elkhoury (2008)

Os títulos soberanos atuam como *benchmarks* para precificação dos títulos corporativos, visto que são emitidos por governos e seu valor tem como referência a sensibilidade desses ativos às variações macroeconômicas. Os títulos corporativos, além de incorrem esses riscos, também incorporam o risco atribuído à empresa que os emitiu. Além disso, os riscos macroeconômicos afetam a capacidade das empresas em honrar com suas obrigações, o que mostra a relevância dos títulos soberanos como referência, uma vez que também absorvem esses riscos. Logo, os títulos soberanos contribuem para determinação do risco sistemático e auxiliam na precificação de emissões corporativas (Brito e Silva, 2015).

O gráfico abaixo reforça essa ideia ao mostrar o *yield spread* e o *bid-ask spread* dos títulos corporativos brasileiros emitidos no mercado internacional, tendo como referência os títulos do Tesouro americano. O *yield spread*, no caso de títulos corporativos, refere-se a diferença de *yield* entre emissões de qualidades diferentes, isto é, a diferença do retorno obtido pelo investidor para emissões com diferentes qualidades de crédito. O *bid-ask spread*, por sua vez, é utilizado para mostrar a diferença entre o maior preço que um possível comprador está disposto a pagar por determinado ativo naquele momento (*bid*) e o menor preço que o vendedor está disposto a vender esse ativo (*ask*) (Downes e Goodman, 1995).

Gráfico 1.2 – Yield Spread e Bid-Ask dos títulos corporativos brasileiros emitidos no mercado internacional



Fonte: Brito e Silva, 2015.

Por meio dele, pode-se perceber a forte relação entre os *spreads*, referentes a diferença entre a taxa de retorno dos títulos emitidos pelo Brasil no mercado externo e a recompensa concedida por títulos emitidos pelo Tesouro americano, e os períodos de crise, o que destaca a relação entre os títulos soberanos e as variações macroeconômicas e, conseqüentemente, dessas com os títulos corporativos. Em 1998, ano da crise russa, é possível observar um pico no *spread*, seguido de um ainda maior, em 2002, com os efeitos da crise na Argentina e com as eleições presidenciais no Brasil. Por fim, em 2008 e 2011, tem-se a crise dos *subprime* nos Estados Unidos e a crise europeia, respectivamente.

Conclui-se então que o risco-país absorve os choques macroeconômicos refletindo-os no *spread* dos títulos soberanos, que naturalmente, impacta seu *rating*. Como visto nessa seção, os *ratings* soberanos atuam como *benchmarks* para precificação de dívidas corporativas, influenciando, por sua vez, no custo de financiamento das empresas. Portanto, a atuação coerente das agências de *rating* em cenários de crise ou de variações no ambiente macroeconômico é essencial para que as empresas tenham seus custos precificados de forma correta. Porém, nos últimos anos, esse comportamento não vem sendo observado, o que será discutido mais detalhadamente na próxima seção.

3.2 Críticas à atuação das agências de ratings

3.2.1 Classificação de risco defasada e pró-cíclica

As agências de *rating* ao fornecerem aos investidores informações consolidadas sobre as condições financeiras de seus clientes os auxiliam em suas decisões de crédito e/ou investimento, além de atuarem como importantes formadores de expectativas dos agentes dos mercados financeiros. Assim, o desempenho desses agentes torna-se fortemente atrelado à qualidade dessas instituições, isto é, de sua reputação (Farhi e Cintra, 2002).

De fato, ao longo dos anos, as agências adquiriram grande importância na disposição dos investidores financeiros em fornecer recursos e assumir riscos, tornando-se bastante relevantes para a formação de preço das operações com títulos tanto de empresas quanto de países (Farhi e Cintra, 2002).

Porém, os usuários dos serviços prestados pelas agências de *rating* esperam que mudanças nos fundamentos econômicos das empresas e países sejam detectadas e expostas por elas antes da reação dos mercados, o que muitas vezes acaba não ocorrendo (Farhi e Cintra, 2002).

A crise do sudeste asiático, em 1997, mostra o impacto da atuação atrasada das agências de *rating* ao avaliar *ratings* soberanos. A região foi classificada positivamente um pouco antes da desvalorização do *baht* tailandês, fator que deu início à crise, ignorando-se a deterioração dos seus fundamentos macroeconômicos. Assim, os investidores que se apoiavam nessa classificação positiva para tomar suas decisões e formar suas expectativas foram pegos desprevenidos, tendo que alterar rapidamente suas posições nos mercados, gerando perdas de liquidez e alta volatilidade nos preços de seus ativos (Farhi e Cintra, 2002).

Passado o período de caos nos mercados, as agências tiveram que buscar a recuperação de sua credibilidade. Para isso, rebaixaram a classificação dos países asiáticos além do que deveriam, ou seja, os *ratings* estavam piores do que seus fundamentos econômicos. O resultado foi o aumento do custo do empréstimo e a saída de capital desses países, o que serviu para agravar ainda mais a crise.

A crise americana, com início em 2007, pode ser vista como o exemplo mais atual das falhas das agências ao emitirem suas classificações. O aquecimento do mercado imobiliário nos EUA alguns anos antes promoveu uma intensa especulação no preço dos imóveis,

principalmente devido ao aumento das hipotecas *subprime* (Fernandes, 2010), que se referem a empréstimos de longo prazo concedidos a tomadores com alto potencial de inadimplência. Os Estados Unidos, por sua vez, são caracterizados por um sistema financeiro pouco regulado, viabilizando a realização dessas transações. Com isso, os complexos instrumentos utilizados no mercado financeiro permitiam às instituições financeiras vender títulos lastreados nestas operações de crédito a outros agentes do mercado, propagando esses papéis de alto risco, que estavam sendo classificados pelas agências de *rating* como títulos de baixo risco ou com grau de investimento. Assim, muitas instituições adquiriram esses títulos sem estarem informados dos verdadeiros riscos associados. A desaceleração do mercado imobiliário e a conseqüente queda no preço dos imóveis, dificultou a renegociação das hipotecas, levando a um aumento das taxas de inadimplência, condição suficiente para que a crise se iniciasse e adquirisse proporções globais.

Os estudos feitos por Sy (2003) também revelaram que os *ratings* soberanos falharam em antecipar crises bancárias e monetárias, sendo ajustados somente *ex-post*. Segundo ele, existem três tipos de argumentos que confirmam essa teoria.

O primeiro sugere que as informações que as agências possuem são insuficientes para fazer uma análise eficiente do tomador de empréstimo.

O segundo defende a existência do “*moral hazard play*”, que se refere a comportamentos baseados em incentivos, como por exemplo, garantias dadas pelo governo ao se adquirir determinado ativo, podendo haver uma aplicação inadequada das políticas governamentais. O governo ao garantir empréstimos bancários privados, por exemplo, estimula esse setor a tomar recursos em excesso e investir em projetos de risco elevado, fazendo com que qualquer choque possibilite o início de uma crise. As falhas de governo, todavia, não aparecem nos dados sobre as políticas fiscal, monetária e cambial revelando-se apenas uma vez disparada a crise, qualquer que tenha sido o gatilho inicial.

Já o terceiro atenta para o fato de que as agências não possuem incentivos suficientes para rebaixar os *ratings* soberanos antes da ocorrência de crises, já que são remuneradas pelos emissores avaliados. Além disso, temem que os rebaixamentos precipitem a crise, o que faz com que as mudanças de *rating* se tornem indicadores “atrasados” da mesma.

Auh (2013), focando no estudo dos *ratings* de títulos corporativos, também afirma que as agências agem de maneira pró-cíclica, o que pode gerar severas conseqüências. Segundo

ele, se a agência decide inflar os *ratings* durante os períodos de forte crescimento serão feitos investimentos excessivos, enquanto que ao aplicarem *ratings* muito pessimistas durante as desacelerações, podem estar exacerbando as recessões.

Ao analisar títulos corporativos americanos entre 2002 e 2011, Auh (2013) encontrou evidências desse comportamento: a média do risco de crédito das empresas dentro de cada classe de *rating* (ex: A, BBB...) é menor durante uma desaceleração econômica do que durante uma expansão. Também descobriu que títulos que recebem seus *ratings* em épocas de recessão têm desempenho melhor *ex-post*, em termos de menores frequências de calote.

O modelo utilizado em sua pesquisa estima como a capacidade de pagamento dos tomadores de crédito se transforma em *ratings*. Os resultados mostram que existe uma diferença significativa nos padrões de *rating* através das diferentes fases do ciclo de negócios, mostrando sua natureza pró-cíclica. Como resultado, mostrou ser provável que uma firma com uma dada qualidade de crédito receba um *rating* pior numa recessão do que numa expansão.

Além disso, afirma que as agências tendem a ser mais rigorosas nos períodos de recessão do que nos períodos de aceleração econômica. Como prova, utilizou a política de *rating* estimada em um período de expansão como um *benchmark* e a aplicou nos períodos de crescimento e de desaceleração. Na recessão, o *spread* do título aumenta, e essa política de *rating* mais rígida dá um sinal excessivamente pessimista e, assim, o custo de captar recursos para uma firma aumenta acima do nível implícito pela desaceleração econômica.

Um dos motivos para que ajam dessa forma é a preocupação das agências com sua reputação, já que nos períodos de crise há uma maior probabilidade de falência das empresas. Já nos períodos de crescimento, as agências têm incentivos para oferecer aos emissores *ratings* mais favoráveis, visando ganhá-los como clientes.

3.2.2. Análise crítica às agências de *rating*

Ryan (2012) e Elkhoury (2008) defendem que as agências de *rating*, assim como seu mercado, possuem diversas razões para serem criticadas, como a existência de barreiras à entrada e falta de competição. Como já visto, o mercado das agências de *rating* é dominado,

basicamente pela Standard & Poors e pela Moody's, seguidas pela Fitch. Visto que para emissão de títulos de dívidas é necessário, normalmente, apenas dois *ratings*, as duas maiores firmas não competem entre si, podendo cobrar preços altos pelo serviço.

O pagamento dessas taxas também é alvo de discussão já que, nesse caso, o emissor paga pela avaliação e classificação do seu próprio título. Podem surgir conflitos de interesses quando uma agência de *rating* oferece serviços aos emissores que ela mesma classifica, já que, dessa forma, os emissores podem ser pressionados para adquirirem serviços em troca de uma melhora nos seus *ratings*. Porém, de acordo com Ryan (2012), a adoção de um modelo onde, ao invés dos emissores, os investidores pagassem por esse serviço não traria a solução desse conflito de interesses, visto que os investidores maiores e com melhor situação financeira poderiam ser privilegiados, recebendo informações preferenciais.

A implantação das NRSRO pode ser vista como uma forte barreira à entrada, dado que uma nova agência de *rating* não pode obter reconhecimento nacional sem ter sido classificada como uma NRSRO e não pode obter essa classificação sem ter um reconhecimento nacional. Essa condição contribui para preservar esse mercado caracterizado, basicamente, como um duopólio, onde não há incentivos à competição e a inovação, levando a cobrança de preços excessivamente altos e a prestação de um serviço de pior qualidade (Elkhoury, 2008).

Outro fator muito questionado pelos participantes do mercado é a falta de transparência das metodologias e procedimentos utilizados pelas agências de *rating*. Além da divulgação pública das metodologias utilizadas variar de agência para agência, as variáveis e pesos empregados em suas avaliações e os critérios utilizados pelos comitês de *rating* ainda são informações muito opacas tanto para os investidores quanto para os emissores, o que torna a preocupação ainda maior.

Por fim, questiona-se a isenção de responsabilidade (*accountability*) das agências para com os seus atos. De acordo com Elkhoury (2008), não existem mecanismos que protejam os participantes do mercado de eventuais erros ou abusos de poder das agências de *rating*. Os agentes acabam tornando-se fracos em relação as agências devido à grande dependência dos *ratings*, além de não terem capacidade para melhorar a atuação destas em consequência da falta de transparência em suas operações. Ryan (2012) afirma, inclusive, que as próprias agências admitem que suas avaliações são apenas opiniões e que não podem ser objeto de processo jurídico.

Portanto, observa-se que tanto o modo de funcionamento das agências de *rating* quanto o mercado em que estão inseridas possuem fatores altamente questionáveis, que dificultam uma atuação correta e imparcial por parte dessas instituições, trazendo grandes prejuízos para o funcionamento da economia, de forma geral.

CONCLUSÃO

A partir da análise das diferentes possibilidades que a empresa possui ao determinar sua estrutura de capital, pode-se observar a grande importância da emissão de títulos de dívida. Seja devido aos benefícios fiscais, como defende a teoria do *trade-off*, ou devido à sinalização positiva emitida aos agentes do mercado, como propõe a teoria do *pecking order* e o modelo de sinalização, esse instrumento de captação de recursos, utilizados, principalmente, para futuros projetos de investimento, é tida como uma opção bastante relevante para as firmas.

Desse modo, as agências de *rating* tornaram-se figuras especialmente importantes tanto para os agentes do mercado quanto para os emissores. Sua função de fornecer uma classificação do risco de crédito das empresas é quase essencial para os investidores financeiros, que irão aplicar seus recursos nas firmas avaliadas e para os emissores, que dependem de uma boa avaliação para conseguir captar o volume suficiente de recursos em condições adequadas.

Por meio de suas extensas metodologias, as agências procuram explicar o critério utilizado na atribuição do *rating*. Porém, a falta de transparência no modo de utilização desses critérios é um dos fatores que vêm sofrendo forte questionamento. Além dele, o conflito de interesses existente na remuneração dessas instituições, visto que o pagamento é feito pelos emissores e o envolvimento das mesmas em grandes crises econômico-financeiras, prejudicam ainda mais sua credibilidade. Seu caráter pró-cíclico, responsável por agravar crises já em andamento, prejudicam fortemente o ambiente de negócios, já que gera incertezas reduzindo a propensão a novos investimentos.

Sua grande influência na capacidade de financiamento das empresas impacta, indiretamente, o investimento produtivo, que, por sua vez, possui forte influência sobre o nível de atividade da economia.

Assim, observa-se que o bom funcionamento das agências de *rating*, seja por meio de regulações mais rigorosas ou por alterações em seu modo de funcionamento, é essencial para a manutenção dos investimentos e acima de tudo, para que se evite que as crises globais se tornem ainda mais intensas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AUH, J. K. *Procyclical Credit Rating Policy*, Novembro 2013.

AUH, J. K. *Real Effect of Cost of Financing*, Novembro 2013.

BASTOS, D.D.; NAKAMURA, W. T. *Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006*, 2009.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS & FUTUROS: Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br>

BM&FBOVESPA, Instituto Educacional. *Apostila do Programa de Qualificação Operacional (PQO)*, 2012.

BONE, R. B. *Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica*, 2006.

BRITO, J. G.; SILVA, A. L. C. *O efeito de emissões soberanas sobre a liquidez dos títulos corporativos brasileiros emitidos no mercado internacional*, 2015.

CANTOR, R.; PACKER, F. *The Credit Rating Industry*. FRBNY Quartely Review/ Summer Fall, 1994.

CANUTO, O.; SANTOS, P. F. P. *Risco-Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes*. Temas de Economia Internacional n. 01, Brasília, 2003.

CHOI, J. J.; PAPAIOANNOU, M. G. *Credit, Currency or Derivatives: Instruments of Global Financial Stability or Crisis?* International Finance Review v. 10, 2009.

COSKUN, D. *Supervision of Credit Rating Agencies: The Role of Credit Rating Agencies in Finance Decision*, 2009.

DOWNES, J.; GOODMAN, J. E. *Dictionary of finance and investments term*. 4 ed, 1995.

ELKHOURY, M. *Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Countries*. Discussion Papers, United Nations Conference on Trade and Development, n. 186, Janeiro 2008.

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

FERNANDES, M. P. *O Papel de Supervisor do Fundo Monetário Internacional e a Crise Financeira do Subprime*. III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, agosto 2010.

FITCH RATINGS, *Definições de Rating e Outras Formas de Opinião*, 2015.

FITCH RATINGS, *Metodologia de Ratings Corporativos*, 2015.

FITCH RATINGS, *Metodologia de Ratings em Escala Nacional*, 2013.

FORTUNA, E. *Mercado Financeiro: produtos e serviço*. 13. ed. Rio de Janeiro: Quality Mark, 2008.

KALECKI, M. (1954), *Teoria da Dinâmica Econômica. Ensaios Sobre as Mudanças Cíclicas e a Longo Prazo da Economia Capitalista*. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda., 1977 (Coleção Os Economistas).

KEYNES, J. M. (1936), *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda., 1996 (Coleção Os Economistas).

KISGEN, D.J.; *Credit Rating and Capital Structure*. The Journal of Finance, Vol. LXI, n. 3, June 2006.

KISGEN, D. J.; STRAHAN, P. E. *Do Regulations Based on Credit Ratings Affect a Firm's Cost of Capital?* Working Paper 14890, April 2009. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w14890>.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*. The Journal of Finance, Vol. 32, n. 2, May 1977, p. 371-387.

LIMA, I. S.; ANDREZO, A. F. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. 2. ed. São Paulo: Thomson Pioneira, 2002.

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

MILLER, M. *Debt and Taxes*. Journal of Finance, nº 32, May 1977, p. 261-276.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*. American Economic Review, nº 48, June 1958, p. 261-297.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Rating de Títulos Soberanos*, 2015.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Como a Qualidade do Crédito Soberano Pode Afetar Outros Ratings*, 2015.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Equivalência entre os Ratings na Escala Nacional e os Ratings na Escala Global*, 2016.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Rating Symbols and Definitions*, 2016.

MORAES, E. G. *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Listadas na Bovespa*. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

MYERS, S. C. *Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance, Vol. 39, n. 3, July 1984, p. 575-592.

MYERS, S. C. *The Determinants of Corporate Borrowing*. Journal of Financial Economics, 5, November 1977, p. 147-176.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have*. Journal of Financial Economics, 13, June 1984, p. 187-221.

NOBREGA, M.; LOYOLA, G.; FILHO, E. M. G.; PASQUAL, D. *O Mercado de Capitais: Sua importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se Defronta no Brasil*. Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais, Bovespa, Maio 2000.

OLIVEIRA, G.R.; TABAK, B. M.; LARA RESENDE, J.G.; CAJUEIRO, D.O. *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica*. Trabalhos para discussão, nº 272, BCB. Brasília, Março 2012.

PEROBELLI, F. F. C. *Mercado de Capitais*. GV Executivo. Vol.6, nº 1, Jan/Fev. 2007.

RAMOS, P. B. *Dois Ensaio em Debêntures no Mercado Brasileiro*. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro, 2005.

ROSS, S.A. *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. The Bell Journal of Economics, Vol. 8, n. 1, 1977, p. 23-40.

RUDDEN, R. *Evolution of Credit Ratings*. CariCRIS (Caribbean Information & Credit Rating Services Limited), 2005.

RYAN, J. *The negative Impact of Credit Rating Agencies and proposals for better regulation*. Working Paper FG 1, SWP Berlim, Janeiro 2012.

SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION. *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*. December, 2014.

STANDARD & POOR'S. *Critério de Ratings Corporativos: Avaliação de emissões*, 2008.

STANDARD & POOR'S. *Critério Geral: Uso de CreditWatch e Perspectivas*, 2009.

STANDARD & POOR'S. *Critérios Gerais: Princípios dos Ratings de Crédito*, 2011.

STANDARD & POOR'S. *Definições de ratings da Standard & Poor's*, 2014.

STANDARD & POOR'S. *Metodologia de Ratings Corporativos*, 2013.

STANDARD & POOR'S. *Metodologia de Ratings Soberanos*, 2015.

STANDARD & POOR'S. *Ratings Acima do Soberano – Ratings Corporativos e de Governo: Metodologia e Premissas*, 2013.

SY, A. N. R. *Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises?*
International Monetary Fund. IMF Working Paper, International Capital Market Department,
Junho 2003.

Site Consultado:

Moody's

<https://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>