

# O papel pró-cíclico das agências de rating

Guilherme da Silva

Graduado em Administração pela Unicamp.  
Mestrando em Economia pela Unesp Araraquara.  
E-mail: guilhermedasilva09@gmail.com

Recebido: 6 fev. 2015

Aprovado: 15 abr. 2015

**Resumo:** Este trabalho buscará compreender por que a atuação das agências de rating possui um caráter pró-cíclico. Para isso, apresenta o ponto de vista minskyano sobre os ciclos capitalistas e posteriormente interpretações sobre a relação entre as agências de rating, marcos regulatórios e o mercado. Conclui que esse caráter pró-cíclico vem da ineficácia em realizar a classificação de risco com informações que não estejam disponíveis ao público previamente, o que é amplificado pela organização do mercado de ratings em forma de oligopólio, com vários conflitos de interesses, e sua relação com os Acordos de Basileia e estatutos de investidores institucionais.

**Palavras-Chaves:** Agências de rating. Crises financeiras. Acordos de Basileia.

**Abstract:** This paper aims to understand why the role of the rating agencies has a pro-cyclical character. With this objective, it presents the minskyan theory of capitalist cycles and different interpretations about the relations between rating agencies, regulatory framework and the market agents. It concludes that this pro-cyclical character comes from inefficiency in assessing risk with information not previously available to the public, which is amplified by the organization of the market of ratings in the form oligopoly with numerous conflicts of interest, and their relationship with the Basel Accords and statutes of institutional investors.

**Key Words:** Credit rating agencies. Financial crisis. Basel II.

**Resumen:** Este estudio buscará comprender por qué la actuación de las agencias de *rating* tiene un talante procíclico. Para ello, presentará el punto de vista *minskyano* sobre los ciclos capitalistas e interpretaciones posteriores de la relación entre las agencias de calificación, marcos reguladores y el mercado. Concluye que esta naturaleza procíclica viene de la inoperancia al realizarla clasificación de riesgo con informaciones que no estén disponibles al público por adelantado, que se amplifica por la organización del mercado de *rating* en forma de oligopolio, con varios conflictos de interés, y su relación con los Acuerdos de *Basilea* y estatutos de los invertidores institucionales.

**Palabras clave:** Las Agencias de Calificación. Las Crisis Financieras. Acuerdos de Basilea.

## **Introdução**

As agências de rating tiveram um papel decisivo nas grandes crises financeiras que ocorreram globalmente nas últimas duas décadas, pelo menos desde a que afligiu os países do sudeste asiático na segunda metade da década de 1990. O grande destaque midiático das suas atividades, porém, veio principalmente após a deflagração da crise iniciada nos Estados Unidos, relacionada a problemas na relação do setor financeiro com o setor imobiliário e que se espalhou rapidamente para outras economias, atingindo duramente os governos do sul da Europa a partir de 2010.

Na busca de culpados pelo quadro recessivo que se estendeu por todo o mundo, as agências de rating rapidamente apareceram como fortes candidatas, junto aos bancos de investimento e as financiadoras de imóveis. Supostamente deveriam ter alertado aos investidores e ao público em geral sobre as debilidades dos bancos e outras empresas que chegaram a falir ou ser estatizados, além de mostrar os riscos envolvendo os ativos baseados no crédito imobiliário.

Tais instituições também se notabilizaram pela sua atuação após a deflagração da crise, com rebaixamentos sucessivos e rápidos na classificação de risco de muitas firmas e principalmente de títulos de dívida pública de países afetados de forma mais profunda pela crise no setor bancário, como a Grécia, Irlanda e a Espanha. Sua atuação passou a ser intensamente criticada por autoridades governamentais europeias e até mesmo norte-americanas em 2011, após uma das principais agências de rating, Standard & Poor's, rebaixar a classificação dos títulos da dívida pública norte-americana, considerados pelo setor financeiro como os títulos de menor risco possível.

Economistas e comentaristas de vários países reagiram aos rebaixamentos generalizados, afirmando que a atuação das agências não estava colaborando para informar aos agentes sobre os riscos de crédito dos títulos, mas sim colaborando para que a crise se estendesse e se tornasse cada vez mais grave, aumentando o pânico e a indecisão dos principais agentes do mercado.

Contudo, os principais mecanismos que ligam as agências de rating à crise econômica, porém não ficam claros quando expostos de forma simples em comentários feitos nos meios de comunicação, exemplo disso foram as condenações pelos excessos

anteriores a 2008 e a extrema austeridade e conservadorismo que vieram depois da quebra do banco Lehman Brothers.

Este artigo pretende compreender por que a atuação das agências de rating possui um caráter pró-cíclico, ou seja, colabora com a euforia em momentos de crescimento e em momentos de crises aprofunda o quadro recessivo. Assim, apresentará diversos autores discutindo sobre o caráter pró-cíclico das atividades de classificação de risco.

Primeiramente, será mostrada a visão de Minsky sobre o ciclo que caracteriza o capitalismo financeiro e o papel das agências dentro do seu pensamento. Depois, utilizando diferentes tipos de argumentações, como estudos econométricos, o caráter monopolístico do mercado de ratings, conflito de interesses, questões institucionais e estudos históricos de desempenho, serão mostradas possíveis explicações sobre o efeito das agências de rating na dinâmica do mercado.

Entendemos que o texto contribui para sintetizar, em língua portuguesa, uma variedade de argumentos relacionados à classificação de risco que no geral estão dispersos na literatura, além de tentar elucidar questões sobre o papel das agências de rating no capitalismo contemporâneo.

### **O que é uma agência de rating?**

Na segunda metade do século XIX houve um grande crescimento e aumento da complexidade do sistema financeiro na Europa e nos Estados Unidos desvinculados das formas de produção. Isso devido à necessidade de obtenção de novas fontes de crédito, proliferação de sociedades anônimas relacionadas às novas indústrias e expansão ferroviária, além de novas possibilidades de especulação e ganho financeiro.

O crescimento do mercado de capitais (onde se negociavam ações e títulos portadores de juros emitidos por corporações) trouxe novas necessidades quanto à disponibilidade de informação para a tomada de decisões de investimento financeiro, visando diminuir a assimetria de sua distribuição entre os agentes, ou seja, todos deveriam poder decidir sobre uma mesma base de conhecimento.

Já nesse período observava-se um volume descomunal de informações disponíveis convivendo com situações em que os agentes as possuíam de forma escassa sobre as entidades que estavam realizando a captação de recursos, como no caso de

abertura de empresas e dívidas corporativas públicas. Para resolver esse dilema, uma das principais soluções vinda do mercado foi a criação, no início do século XX, de serviços especializados em realizar análises qualitativas dos diversos produtos financeiros, provendo informações sobre sua situação financeira, relativamente padronizadas e facilmente utilizáveis pelos agentes em suas decisões (CINTRA; FARHI, 2002, p. 764-765). As empresas que oferecem esse tipo de serviços foram denominadas agências de *rating* (ou agências de classificação de riscos).

Atualmente as agências avaliam a solvência e o risco de crédito de diversos tipos de títulos de dívidas oferecidos em mercados abertos por empresas privadas, sociedades anônimas em geral, governos e organizações sem fins lucrativos (como títulos de dívida de universidades, por exemplo). Avaliam o risco de crédito de produtos financeiros mais complexos, como os ativos securitizados (lastreados em outros ativos) criados majoritariamente a partir da década de 1980.

O trabalho consiste em classificar os títulos por meio de uma escala de letras, a qual difere levemente entre as diversas empresas responsáveis, que representam a opinião da agência em relação à capacidade das organizações em pagar tanto o principal quanto os juros embutidos dos títulos. Essa avaliação, no geral, leva em conta as condições internas oferecidas pelas empresas (dados contábeis, previsões de introdução de inovações, relação com os credores), a conjuntura econômica relevante que pode afetar a confiança na organização e a percepção do mercado em relação a ela.

É importante destacar que, quase sempre, são as organizações que emitem os títulos que contratam as agências de *rating* e pagam pela avaliação, visando dar legitimidade aos títulos para sua negociação no mercado. No caso das agências baseadas nos Estados Unidos, no geral o valor do pagamento depende do valor da emissão desses títulos, enquanto, em agências de outros países, o pagamento varia de acordo com o tipo de operação, independentemente do valor que está sendo avaliado (CARVALHO, 2010, p. 43).

### **Caráter pro-cíclico das agências de *rating***

A crise financeira asiática ocorrida no final da década de 1990 teve implicações profundas no setor financeiro, privado e público, de vários países da América Latina e Rússia, gerando uma onda de instabilidade que seria sentida vários anos depois do

colapso da moeda tailandesa em 1997. As implicações sistêmicas e bastante velozes do que poderia ter sido uma crise relativamente concentrada em um país ou em um pequeno grupo de países levou a uma busca de melhor entendimento sobre o que ocorreu, colocando em foco a atuação das agências de rating e sua principal função, classificar títulos de acordo com as possibilidades de *default* do emissor.

Autores que estudaram o modelo de crescimento asiático contestaram a maneira como ocorreram os rebaixamentos das notas das dívidas públicas e das empresas dos países da região. Para o autor, elas não conseguiram prever a extensão da crise nem deixar claro para o mercado os problemas que os países apresentavam antes da crise do *baht*. Após a deflagração da crise, porém, agiram de forma bastante conservadora, visando recuperar-se dos danos causados a sua imagem perante o mercado depois de sucessivos erros de classificação, gerou notas mais baixas do que a economia real dos países afetados poderiam justificar.

Isso ocasionou problemas de financiamento para a região toda, que sofreu com um aumento dos custos destes, ampliando a extensão da crise financeira como vimos anteriormente.

O autor classificou esse tipo de comportamento errático das agências de rating como pró-cíclico. Atualmente, após a deflagração da crise do *subprime* norte-americana e sua extensão à União Europeia nos últimos cinco anos, voltou-se a utilizar esse tipo de nomenclatura para a sua atuação, devido o papel relevante na formação e propagação dessas crises.

A caracterização da atuação como pró-cíclica atualmente decorre de uma variedade de fontes, com justificativas distintas sobre o papel das agências de rating. A seguir abordaremos, primeiramente, o que se entende como pró-cíclico a partir da teoria da instabilidade de Minsky e posteriormente serão expostas diferentes hipóteses sobre como as agências realizam esse papel, que podem ser consideradas como complementares apesar dos focos bastante distintos e colaboram para uma melhor compreensão da relevância dessas empresas dentro do sistema financeiro internacional.

### **Minsky e a instabilidade financeira**

Minsky (1982) em seu famoso texto, *Can “it” happen again?* buscou compreender como funciona realmente o capitalismo financeirizado surgido após o fim

dos acordos *de Bretton Woods* e como se produzem crises dentro dele, para analisar as possibilidades de um novo *crash* na magnitude do ocorrido em 1929 e a Grande Depressão que o seguiu.

No seu modelo de capitalismo, é ressaltada a importância do financiamento em mercados para que as empresas possam realizar investimentos, já que elas não teriam capacidade de investir sozinhas o necessário. A partir dessa constatação é proposto um ciclo econômico baseado nas três possíveis posições financeiras em que as empresas podem estar com relação a sua capacidade de honrar compromissos relacionados ao financiamento de seus investimentos.

A posição *hedge* caracteriza-se quando a empresa firma espera fluxos de renda que cubram o total de seu compromisso em cada futuro período. Na posição *especulativa* é necessário “rolar” a dívida (ou seja, realizar renegociações recorrentes), já que os fluxos de renda esperados devem cobrir apenas os juros devidos. Finalmente, na posição *Ponzi* (nome inspirado em Charles Ponzi, criador de um esquema financeiro fraudulento envolvendo selos) os fluxos de renda esperados não cobrem nem o principal da dívida nem os juros, tornando necessário obter novos créditos, ao fim de cada período, para poder pagar os juros e renegociar os montantes do principal.

Claramente, vemos que as posições de uma empresa não são permanentes e não são difíceis de serem alteradas. Mudanças nos fluxos de renda esperados (por exemplo, por variações na demanda de um produto) e na taxa de juros praticada podem levar a alterações de posições. Minsky elaborou sua teoria pensando em como uma situação de estabilidade, na qual predomina a posição *hedge*, pode tender (e no geral realmente tendem) a uma situação de instabilidade, na qual predomina a posição *especulativa* e várias firmas tenderão a alcançar também a posição *Ponzi*.

A mudança para posições especulativas ocorre no geral de forma intencional, tendo em vista que em uma economia estável e na qual um grande número de projetos de investimento é viável, passa-se a considerar menos as possibilidades de falha nos planos, aumentando a tomada de risco por meio da contratação de crédito e financiamentos com margens de segurança progressivamente inferiores.

Visando atender a grande demanda por crédito para firmas cujos projetos representam maior risco, realizam-se inovações financeiras que permitem facilitar financiamentos para elas, deixando com o tempo um número crescente de agentes em posições de maior risco e tornando mais frágil a estrutura financeira. Com o tempo, as taxas de juros tendem a lentamente subir, devido ao aumento do endividamento

percebido pelos bancos ou por intermédio de políticas das autoridades monetárias visando conter os efeitos do crescimento na inflação, o que empurra mais agentes para posições especulativas.

Quando um agente, considerado relevante, definitivamente, não ter mais como honrar nenhum de seus compromissos e não conseguir crédito adicional para realizar uma renegociação de suas dívidas, finalmente falindo, o sistema todo começa a passar por um momento de crise. Situações semelhantes podem se originar de qualquer fato exógeno relevante, como alta dos juros básicos e momentos de baixa nos ciclos de negócios. Assim, empresas que estão numa situação especulativa podem rapidamente passar a uma situação *Ponzi*. Nesses momentos também ocorrem reversões de expectativas em variados setores da economia, reduzindo-se a demanda por diversos produtos e também o crédito para o consumo do público em geral, espalhando a crise financeira. Nessa esfera, os problemas com as empresas podem gerar deflação de ativos, afetando assim os investidores institucionais e bancos que portam títulos das firmas, generalizando assim a crise.

As agências de rating podem ser incluídas nesse modelo de ciclo de Minsky como agentes que estimularam a tomada de riscos crescentes por parte dos bancos e representantes do sistema financeiro no fornecimento de crédito (porém não necessariamente para investimento produtivo). Mas, também aceleraram reversões de expectativa e dificultaram o acesso ao crédito a firmas que apresentavam problemas. Isso pode ser observado com as dívidas públicas europeias, que foram rebaixadas de forma bastante rápida e constante após os primeiros anúncios de *déficits* maiores e deterioração da situação fiscal dos países.

As agências, portanto, colaboraram para transformar em *risk-takers* agentes que normalmente seriam avessos ao risco, não classificando adequadamente o risco de ativos como os produtos estruturados elaborados a partir de hipotecas e as instituições financeiras que os haviam adquirido em grandes quantidades. Isso acelerou o processo do ciclo de Minsky, transformando sua situação financeira progressivamente em *especulativa* e *Ponzi*, posteriormente desembocando na atual crise financeira.

## **Acordos de Basileia**

Os acordos de Basileia foram criados visando aumentar a estabilidade do setor bancário e impedir a atuação irresponsável através da concessão de crédito de forma indiscriminada, sem critérios que fossem possíveis de comparar (e comprovar) entre os diferentes bancos.

As agências de rating passaram a ter um papel mais relevante nos acordos de Basileia II, realizados em 2004 e atualizados durante os anos subsequentes, nos quais as provisões para perdas inesperadas (não relacionadas à inadimplência) são calculadas de acordo com uma abordagem padrão que leva em conta os ratings de crédito das empresas tomadoras de empréstimos. Os ratings devem ser fornecidos por, pelo menos, duas das principais agências de rating, o que intensifica problemas relacionados ao mercado dos ratings em forma de oligopólio.

Desse modo, quanto mais elevados os ratings das empresas que estão recebendo o crédito, menor é a exigência de capital determinada pelos Acordos de Basileia. Por exemplo, ao conceder crédito a uma empresa com a classificação AAA (a mais alta possível) o banco necessita de 1,6% do valor que foi emprestado a essa empresa, enquanto a concessão de crédito para uma empresa com rating abaixo de B-, ou seja, com classificação abaixo do que é considerado minimamente seguro para investimento, exige 12,0% do valor que foi emprestado (CHIANAMEA, 2006, p. 3).

Também, os acordos de Basileia II foram um complicador após a deflagração da crise financeira, já que desestimulam o empréstimo a empresas que tenham ratings abaixo dos níveis mais elevados de classificação, sob pena de forçar os bancos a manter maiores reservas de capital.

Somado a esse efeito regulatório, as agências de rating bem antes dos acordos de Basileia já possuíam um papel institucional relevante. Em inúmeros estatutos de investidores institucionais (como seguradoras, fundos de pensão) determina-se que os recursos só podem ser investidos em títulos que possuam o chamado *investment grade*, o que explica a demanda no período anterior à crise por títulos lastreados no mercado imobiliário, com ratings elevados como visto anteriormente.

Assim, num momento em que houve uma tendência de rápidos rebaixamentos de notas de vários tipos de empresas e dívidas públicas, os bancos não tinham incentivos a fornecer nenhum tipo de crédito para instituições que o necessitassem para evitar contaminação da crise em suas operações. Mesmo levando em conta que os bancos reduziram o crédito disponível após a crise de qualquer forma, vemos que a combinação

da legislação bancária com a atuação das agências de rating reforçou o caráter pró-cíclico da atuação dos principais bancos.

### **Monopólio norte-americano e conflito de interesses**

A “chancela”, fornecida pelo governo norte-americano, para as principais agências de rating, sem indicação de quais são os critérios objetivos para alcançá-la, desestimulou essas empresas em realizar análises de risco de crédito de forma mais coerente possível, visando manter sua reputação no mercado. Isto porque, de qualquer forma, seu julgamento será considerado para a tomada de decisões, devido a sua utilização dentro de marcos legais como Basileia II e estatutos de instituições financeiras.

O fato dessas agências de rating estarem baseadas nos Estados Unidos e contarem com o aval de seu governo também impacta na maneira como atuam, já que tomam seu país de origem como *benchmarking* para mudanças nas classificações de risco dos títulos da dívida pública de outros países e de empresas não-americanas. Assim, elas reproduzem nas classificações a percepção de risco das instituições financeiras que operam no mercado norte-americano (CINTRA; FARHI, 2002).

Muitas vezes, essa percepção de risco não corresponde à realidade dos países e empresas analisados, em várias oportunidades baseadas em desconhecimento geral da situação e em momentos de pânico. Exemplo disso foi que, imediatamente a expansão da crise das dívidas públicas na União Europeia, houve um movimento generalizado de pânico. O que levou comentaristas como Rainer Bruederle (ex-ministro da economia alemão) declarar, em 2012, ao jornal *The Guardian* que, após o rebaixamento das notas de quinze países do bloco ao mesmo tempo, acreditava que as agências de rating norte-americanas estavam atuando deliberadamente contra a zona do euro.

Esse tipo de comportamento também leva a outro questionamento em relação a organização no formato de oligopólios do mercado de ratings, a proliferação de conflitos de interesses. Em primeiro lugar, eles podem ocorrer devido ao pequeno número de empresas participantes do mercado e a enorme quantidade de títulos analisados, ao mesmo tempo em que a regulação sobre isso era bastante frouxa no período anterior à crise, já que se acreditava que a análise realizada pelas técnicas desenvolvidas pelo mercado era mais eficiente que as decorrentes de legislações

governamentais. Um segundo fator que tende a causar conflitos de interesses é o fato de que os serviços prestados são pagos diretamente às agências de rating pelos emitentes avaliados (CARVALHO, 2010, p. 42), podendo resultar em situações em que a empresa emitente dos títulos pesquise entre as agências qual daria melhor avaliação e possua um critério considerado menos exigente.

Existe também a possibilidade de conflito de interesses envolver diretamente os analistas e empregados em geral das agências de rating, já que eles supostamente possuem acesso a informações sigilosas de empresas para compor sua classificação de risco. Dessa forma, esses dados poderiam ser vazados para empresas concorrentes ou utilizados de outras formas ilícitas.

Outro fator que pode contribuir consideravelmente com esse conflito de interesses é que as principais agências norte-americanas não cobram seus serviços tendo como critério o tipo de avaliação, mas sim de acordo com o tamanho de cada operação solicitada. Um resultado pode ser que se avaliem produtos financeiros envolvendo maior risco de forma positiva, estimulando a criação de mais produtos do mesmo tipo.

Segundo uma reportagem da Bloomberg, (2012) 51% da receita da Fitch, por exemplo, foi baseada na avaliação de produtos financeiros complexos como os CDOs e outros lastreados em crédito (imobiliário e de outros tipos) enquanto a Moody's teve 44% de sua receita baseada neles em 2006 (COVAL; JUREK; SSTAFFORD, 2008).

### **Agências de rating como espelho do mercado**

A principal crítica feita às agências de rating após a deflagração da última grande crise financeira, independentemente dos diversos problemas e distorções causadas por elas é de que elas falharam sistematicamente na prestação de seus serviços nos anos recentes. Mesmo com as informações que estavam disponíveis não puderam prever a deterioração da situação financeira de casos emblemáticos de quebras da crise *subprime*, como o banco Lehman Brothers e as financiadoras que foram estatizadas pelo governo norte-americano. Levando a uma variedade de autores a questionarem o porquê de empresas especializadas em realizar a medição do risco de um emissor de títulos não conseguirem realizar seu papel de forma adequada.

Bone e Ribeiro (2009) realizaram um estudo econométrico que analisa a evolução dos ratings fornecidos pela Moody's de dezesseis empresas brasileiras de

diferentes portes, desde empresas reconhecidas internacionalmente como a Petrobras e a Vale até concessionárias do setor de energia elétrica. O estudo também realiza uma análise com variáveis financeiras e contábeis simples, como a relação dívida total/EBITDA e fluxo de caixa líquida/dívida total.

Os autores constataram que essas variáveis, disponíveis ao público, já que as empresas são de capital aberto e periodicamente publicam seus balanços e outros documentos contábeis, explicavam muito pouco as variações nos ratings. Assim, existe um conteúdo informacional na formação dos ratings, além dos conhecidos pelo mercado.

Porém, constataram que as empresas com maior notoriedade recebem ratings baseados na situação do ciclo econômico, diferentemente das empresas com pouca visibilidade. Esse padrão mostraria que fatores subjetivos e reputacionais afetam mais a evolução dos ratings do que a capacidade de pagamento de seus compromissos, o que foi reforçado quando elaboraram um modelo no qual o macro ambiente teve grande poder explicativo, com efeitos parecidos sobre a análise de todas as empresas. Adotando um modelo de previsão de ratings baseado em informações disponíveis ao mercado, conseguiu prever mais da metade das variações dos ratings, mostrando que o conteúdo informacional presente na classificação de risco das empresas, mesmo existente, é bastante baixo.

Para Cintra e Farhi (2002), quando as agências de rating optam por reclassificar um título ou qualquer produto financeiro, as instituições financeiras e os investidores na maioria das vezes já desencadearam mudanças em seus portfólios que tendem a justificar a mudança na classificação do risco. Ou seja, após mudanças na percepção do risco por parte dos principais agentes do mercado, as agências de rating também realizam alterações em suas avaliações. Após a reclassificação, que torna supostamente mais embasada a perspectiva do mercado, mais agentes tendem a tomar a mesma direção, criando-se um claro efeito pró-cíclico sobre as expectativas.

Na prática, as agências tendem a ser um reflexo da percepção de risco dos principais agentes do setor financeiro norte-americano, como mostram Packer e Tarashev (2009), ao analisam os ratings do setor bancário norte-americano e europeu. Conforme esses autores, em 2009, as agências de rating convergiram com o mercado ao avaliar o aumento dos riscos envolvendo o setor, mesmo com as grandes intervenções das autoridades monetárias sobre bancos comerciais e de investimento, fator que estava somente começando a ser considerado nas metodologias para elaboração dos ratings.

## Conclusão

Após a análise da formação histórica das agências de *rating*, de vários pontos de vista sobre sua atuação e de uma definição de como funciona o ciclo da economia para Minsky, pode ser respondida a questão proposta no início do texto: por que a atuação das agências de *rating* possui um caráter pró-cíclico?

Esse caráter pró-cíclico da atividade das agências de *rating* provém da sua ineficácia em realizar classificações do risco de títulos com informações que não estejam disponíveis previamente de forma pública. Muitas vezes, para mudanças de classificação de um título de uma empresa é mais relevante a conjuntura econômica global ou do país em que ela está baseada do que mudanças nos seus próprios negócios; para títulos de dívida pública, bastam alguns dados macroeconômicos ruins ou alguma mudança na situação política para que ocorram rebaixamentos da classificação de risco, não considerando principalmente a capacidade de recuperação do país ou como está organizada a economia real.

Dessa forma, mesmo obtendo informações internas das empresas e governos analisados, que pagam por esse tipo de serviço, raramente suas opiniões diferem significativamente das posições que os principais agentes do mercado já adotaram, corroborando com elas e sinalizando para o restante dos agentes seguirem o mesmo rumo. Existem alguns fatores que, mesmo não sendo a principal causa, colaboram para que os efeitos pró-cíclicos da atuação das agências sejam consideravelmente ampliados. Fatores institucionais, como o estatuto de diversos fundos de investimento e de pensões que somente permitem investimentos em títulos com o chamado *investment grade*, e legais, como os acordos de Basileia e outras legislações sobre o funcionamento bancário, por darem grande peso aos *ratings* como medidas de risco e ajustarem a atuação dos bancos nas reservas que eles devem adotar para lidar com o risco de crédito. Ambos levam as decisões das agências de *rating* a tomar proporções bem superiores a simples opiniões de empresas privadas sobre capacidade de honrar compromissos de emissores de títulos, trazendo grandes consequências para qualquer variação na classificação.

Após décadas de oligopolização do mercado de classificação, outro fator importante para ampliar o impacto das decisões das agências é a existência de conflitos

de interesses, nos quais o interesse delas e os do mercado também convergem, muitas vezes de forma ilegal, como se observou durante a formação da crise *subprime* recente. Dessa forma, podemos concluir que, mesmo que se realizem mais reformas na supervisão sobre o mercado da classificação de risco – a tentar evitar ao máximo os conflitos de interesse e até buscando mudanças na legislação bancária – dificilmente as agências de rating deixarão de apresentar um comportamento que não seja pró-cíclico. Isso porque sua metodologia de classificação leva em conta os mesmos fatores que o mercado para tomar decisões.

### Referências

- BONE, R.; RIBEIRO, E. Conteúdo informacional dos ratings corporativos de empresas brasileiras, 1995-2007. In: **Anais do Encontro Brasileiro de Finanças**, n. 9, São Leopoldo. Rio de Janeiro, 2009.
- CARVALHO, R. Risco Calculado. **Desafios do desenvolvimento**. Brasília, p. 38-46, maio/jun. 2010.
- CHIANAMEA, D. R. Basiléia II: Risco e concorrência bancária. **Economia política internacional: análise estratégica**. Campinas, n. 8, p. 52-62, jan/jun, 2006.
- CINTRA, M.; FARHI, M. Informação dos investidores: classificação de riscos, contabilidade e conflitos de interesses. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.23, n.2, p. 761-786, 2002.
- CINTRA, M.; FARHI, M. A crise financeira e o global shadow banking system. **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, nov. 2008.
- COVAL, J.; JUREK, J.; STAFFORD, E. **Re-examing the role of rating agencies: lessons from structured finance**. Janeiro 2008. Disponível em <[http://www.people.hbs.edu/estafford/Papers/CJS\\_Ratings.pdf](http://www.people.hbs.edu/estafford/Papers/CJS_Ratings.pdf)>. Acesso em: 15 mai 2012.
- MINSKY, H. The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to “standard” theory. **Challenge**, mar-abr, 1977.
- PACKER, F.; TARASHEV N. Rating methodologies for banks. **BIS quartely reviews**, Basiléia, p. 39-52, junho 2011.