



O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO NA CRISE FINANCEIRA PLANETÁRIA¹

DELFINO VIDAL SANTOS²

RESUMO

O presente artigo é baseado numa apresentação com o título “O Papel das Agências de Rating na Crise Financeira Planetária”, proferida no Seminário subordinado ao tema “Dilemas da Globalização”, realizado no dia 21 de abril de 2016, na Academia das Ciências, em Lisboa, organizado pela Associação Portuguesa de Estudos Europeus (APEE), conjuntamente com a Academia das Ciências. O foco do presente artigo centra-se no papel das agências de notação de risco enquanto intervenientes centrais no mercado financeiro e a sua contribuição para o eclodir da crise financeira planetária. Para que possamos refletir conjuntamente, é importante elucidar o objeto da notação de risco e o funcionamento das agências de notação de risco na arquitetura do sistema económico-financeiro vigente. Traçamos o objetivo de identificar de forma sumária as funções regulatórias que as notações de risco assumem para variados agentes do mercado, públicos e privados e os efeitos disruptivos que podem assumir se as notações de risco se apresentaram eivadas de conflitos de interesses e modelos de análise sem valor intrínseco. Culminamos a nossa breve análise tentando destrinçar se a crise financeira planetária se tratou de uma tempestade imprevista que não poderia ter sido antecipada e travada ou se, ao invés, as Agências de Notação de Risco e os restantes intervenientes no mercado ignoraram dolosamente os sinais notórios da catástrofe que se avizinhava, manipulando o mercado para maximização de lucros e interesses próprios.

Palavras-chave: Agências de Notação de Risco, Crise Financeira, Dependência Regulatória, Subprime.

Histórico do artigo: recebido em 31-10-2016; aprovado em 01-11-2016; publicado em 29-11-2016.

¹ O presente artigo segue a estrutura da nossa intervenção subordinada ao título “O Papel das Agências de Rating na Crise Financeira”, realizada no dia 21 de abril de 2016, na Academia das Ciências (Lisboa), no âmbito do Seminário subordinado ao tema “Dilemas da Globalização”, organizado conjuntamente pela Associação Portuguesa de Estudos Europeus (APEE) e pela Academia das Ciências, cujo convite muito nos honrou, reiterando aqui os nossos agradecimentos à organização.

² Mestre em Direito pela Faculdade de Direito de Lisboa (Mestrado Científico em Ciências Jurídico-Empresariais). Advogado Associado da Teixeira de Freitas, Rodrigues e Associados – Sociedade de Advogados SP RL. E-mail: delfimvsantos@gmail.com.

ABSTRACT

The Role of Credit Rating Agencies in the Global Financial Crisis. The present article is based on a presentation “The Role of Credit Rating Agencies in the Global Financial Crisis” given in the Conference “Globalization’s Dilemmas” held in Lisbon’s Science Academy on April 21st 2016, jointly organized by the Portuguese Association for European Studies (APEE) and the Science Academy. The focus of the present article centers on the role of credit rating agencies as a pivotal player in the financial market and its contribution to the arising of the global financial crisis. For reflection purposes, it is relevant to identify the scope of ratings and the role of credit rating agencies in the architecture of our financial system in light of the current legal and economic framework. Simultaneously, we target the regulatory role played by credit rating agencies to several market agents, whether public or private, taking a brief look at the disruptive effects ratings can cause if the same are contaminated by conflicts of interest and based on flawed rating models. We conclude our brief analysis trying to determine if the global financial crisis was an unforeseeable storm or if the Credit Rating Agencies and the remaining market players chose to ignore the notorious signs of the incoming catastrophe, manipulating the market to maximize profits and vested interests.

Keywords: Credit Rating Agencies, Financial Crisis, Regulatory Reliance, Subprime.

1. GÉNESE DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO³

Desde sempre que a principal preocupação sentida aquando de um qualquer empréstimo, a um particular, a uma empresa ou a um Governo, se prendia com a avaliação do risco de que esse empréstimo não fosse integralmente liquidado. Atenta à importância central que a indústria ferroviária assumia na América, HENRY VARNUM POOR publicou em 1860 um livro que detalhava a situação financeira e operacional das companhias ferroviárias norte-americanas.

Para simplificar o processo de análise de crédito, JOHN MOODY criou em 1909 uma escala de letras para classificar o risco das empresas de caminho-de-ferro nos Estados Unidos da América, estando assim este setor também ligado à génese da Moody’s. As análises da Moody’s aos investimentos rodoviários permitiam aos

³ O presente artigo assenta na nossa tese de Mestrado, posteriormente publicada pela Chiado Editora em 2015, intitulada “As Agências de Notação de Risco e a Crise Financeira Planetária”.

investidores de então perceberem os riscos ligados às operações ferroviárias e à gestão das respetivas empresas. Em 1913, John Moody alargou o âmbito das companhias analisadas para o ramo industrial e tornou as suas notações num fator relevante no mercado obrigacionista.

Em julho de 1914, foi constituída a empresa Moody's Investors Service, tendo a empresa iniciado a análise de títulos emitidos por cidades norte-americanas. Em 1924, as análises da Moody's cobriam praticamente a totalidade do mercado obrigacionista norte-americano. A Moody's conseguiu sobreviver ao *crash* de 1929, à Grande Depressão e às duas Grandes Guerras, tendo conseguido expandir o seu negócio nos anos 70 para o mercado dos depósitos bancários e do papel comercial.

A popularidade e importância das notações de risco foram fazendo o seu caminho, tendo sido alargada a outras indústrias e a entidades públicas pela simplificação do processo de análise de crédito, permitindo saber de forma imediata o risco de cada emitente. As três agências de notação de risco com maior peso no mercado (as *Big Three*) entraram no vocabulário quotidiano da população em geral aquando do despoletar da crise financeira internacional em 2007 e são hoje *household names*, a saber: Moody's⁴, Standard & Poor's⁵ e Fitch.^{6 7}

2. DEFINIÇÃO E OBJETO DE NOTAÇÃO DE RISCO

As agências de notação de risco emitem pareceres sobre a solvência geral de um emitente, i.e., a sua capacidade para cumprir as obrigações assumidas no respetivo prazo de vencimento (notação de emitente, seja público ou privado), ou a solvência de um emitente face a um instrumento financeiro específico (notação de instrumentos). O

⁴ A Moody's nasceu pela mão de John Moody, nos primórdios do Século XX e é considerada a primeira agência de notação de risco – www.moodys.com.

⁵ A Standard & Poors resultou da fusão operada em 1941 entre a Poor's Publishing Company, fundada em 1916, e a Standard Statistics Bureau, fundada em 1922 – www.standardandpoors.com.

⁶ A Fitch Publishing Company foi fundada em 1913, segundo o seu site oficial www.fitchratings.com, o que parte da doutrina contesta. Ver, por todos, SANTOS, Hugo Moredo, "A Notação de Risco e os Conflitos de Interesses", in AAVV, *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro*, Coimbra, 2010.

⁷ Existiu também uma agência de notação de risco nacional, a Companhia Portuguesa de Rating, S.A. No final de 2013, a Companhia Portuguesa de Rating, S.A. inicia um processo de internacionalização e adota a nova designação de ARC Ratings, S.A..

Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho N.º 1060/2009 relativo às Agências de Notação de Risco define a Notação de Risco como “um parecer relativo à qualidade de crédito de uma entidade, de uma obrigação de dívida ou obrigação financeira, de títulos de dívida, de ações preferenciais ou outros instrumentos financeiros, ou do emitente de tais obrigações de dívida ou obrigações financeiras, títulos de dívida, ações preferenciais ou outros instrumentos financeiros, emitido através de um sistema de classificação estabelecido e definido com diferentes categorias de notação”.⁸

Quanto às agências de notação de risco, a Fitch descreve as notações de risco como notações expressas em classificações relativas, o que equivale a dizer que são medições ordinais de risco de crédito e não preditivas de uma frequência específica de incumprimento ou perda. Segundo a Fitch, as suas notações de risco não abordam diretamente qualquer risco para além do risco de crédito, as notações não lidam com o risco de uma perda de valor de mercado de um título de dívida notado, devido a flutuações das taxas de juro, liquidez e outras vicissitudes de mercado. Por sua vez, a Moody's afirma que existe uma expectativa que as notações relacionar-se-ão, em média, com a frequência de incumprimento subsequente, não obstante as notações de risco não serem definidas como estimativas de incumprimento precisas. As notações da Moody's visam então transmitir opiniões sobre a capacidade de crédito dos emitentes e a suscetibilidade de cumprimento das respetivas obrigações. O processo de notação da Moody's também envolve a formação de opiniões relativas à previsibilidade de cenários ou resultados plausíveis – não os prevendo mas, ao invés, colocando algum peso na sua ocorrência provável e nas potenciais consequências creditícias. A Standard & Poor's defende que as notações de risco emitidas são desenhadas principalmente para fornecerem classificações relativas de capacidade de crédito entre emitentes e obrigações. A Standard & Poor's acrescenta que as notações não constituem medidas absolutas de probabilidade de incumprimento. A capacidade de crédito abarca a

⁸ Cf. Artigo 3.º, n.º1, alínea a) do referido Regulamento.

probabilidade de incumprimento e também a prioridade de pagamentos, recuperação e estabilidade de crédito.”⁹

O objeto da notação de risco pode versar sobre valores mobiliários representativos de dívida, simples ou estruturados, ou sobre uma entidade, independentemente do papel que a mesma assume numa determinada operação ou, em abstrato, no mercado. A notação de risco poderá ser solicitada por qualquer entidade que pretenda determinadas informações no âmbito de um qualquer processo negocial ou pré-negocial, celebrando para tanto um contrato com a agência de notação de risco. No entanto, e contrariamente ao que se poderia intuir, algumas das notações de risco que assumem um papel preponderante no mercado são elaboradas e emitidas de forma espontânea. O grau de qualidade dessa informação dependerá, todavia, da participação da entidade sujeita à notação no processo e do *disclosure* de informação que não do domínio público. Note-se que as agências de notação de risco deverão clarificar quais as informações a que tiveram acesso e utilizaram como suporte, permitindo aos investidores aferir os métodos utilizados para produzir determinada notação e, conseqüentemente, perceber o grau de confiança que tal notação lhes deverá suscitar.

Para a emissão destes pareceres, as agências de notação de risco têm por base as informações prestadas pelos próprios emitentes, nomeadamente a informação societária pública e informação privilegiada que aqueles disponibilizem, bem como os desempenhos financeiros dos anos transatos.

3. O MODELO DE FINANCIAMENTO E O MERCADO EM QUE OPERAM AS AGÊNCIAS

As agências de notação de risco começaram por ser analistas de mercado, cobrando aos investidores pela informação produzida para que estes pudessem ponderar sobre a oportunidade dos negócios em carteira. Todavia, desde o início dos

⁹ IMF Global Financial Stability Report, Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity, 2010, Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/text.pdf>.

anos 70 que o modelo de financiamento das agências de notação de risco começou a assentar progressivamente num modelo de emitente-pagador. Os motivos que levaram a estas alterações foram sumarizados por vários autores, com destaque para LAWRENCE J. WHITE, o qual identificou em primeiro lugar um problema de parasitismo no uso dos manuais de notações então emitidos, já que o advento da fotocopiadora e a sua generalização trazia receios de que os investidores pudessem fornecer cópias a outros potenciais investidores e disseminar a informação sem que as agências arrecadassem a receita devida. Por outro lado, as agências de notação de risco perceberam que poderiam vender os seus produtos não só aos investidores como também aos emitentes já que também estes tinham interesse em ver a informação (positiva) sobre os seus produtos distribuída. Progressivamente, com o aumento de referências legislativas e a exigência de determinados níveis de solvabilidade, conferidos a diversos títulos pelas agências de notação de risco para que determinados investidores pudessem adquiri-los, não restavam dúvidas que os emitentes tinham todo o interesse e vontade em pagar pelas referidas notações de risco. A aliar a todos estes fatores, é ainda apontado o facto da insolvência da Penn-Central Railroad ocorrida em 21 de junho de 1970 ter introduzido receio nos agentes económicos já que se tratou da maior insolvência até à data nos Estados Unidos da América. Perante tal cenário, os emitentes perceberam a importância de assegurar aos investidores que os seus títulos eram de baixo risco e que, para tal, deveriam ser eles próprios a contratar as agências de notação de risco para certificar isso mesmo. Esta alteração veio introduzir um amplo e fértil campo para conflitos de interesse no seio da atividade de notação de risco, o qual se considerou suficientemente mitigado pela necessidade das agências de notação de risco preservarem o seu maior ativo: a sua reputação. Note-se que embora exista transparência nos preços praticados pelas principais agências de notações de risco, é comum no mercado existir *fees* reduzidos para emitentes regulares e com historial junto das agências, o que pode desequilibrar o funcionamento das agências e potenciar conflitos de interesses.

Ligado ao fator reputacional, entra aqui em jogo o facto do mercado das agências de notação de risco ser oligopolista, o que poderia fazer-nos crer, numa

primeira análise, que um aumento substancial da concorrência poderia solucionar os problemas de conflitos de interesses já denunciados. Todavia, vários estudos têm vindo a indicar que o aumento da concorrência através do incremento do número de agências de notação de risco reduziria o incentivo para manter o seu ativo reputacional já que, pressupondo que o tamanho do mercado de notações de risco se mantém, a concorrência irá trazer menos negócio às agências de notação de risco já instaladas.¹⁰

No sistema político-económico vigente, a eficiência económica deriva do fomento da existência de mercados concorrenciais, os quais funcionam conceptualmente como garante da redução de preço dos bens oferecidos e como fator de inovação, tendo em vista o benefício generalizado da sociedade. O mercado das agências de notação de risco assume uma natureza oligopolista, representando a Moody's e a Standard & Poor's sensivelmente 75% do mercado de notação de risco e a Fitch 16,8%.¹¹ Este cenário, aliado a dificuldades de entrada no mercado por parte de novas agências de notação de risco, leva a uma situação de concentração de mercado que confere excessivo poder às agências, especialmente tendo em conta a função regulatória que assumem na arquitetura do sistema e a consequente dependência dos agentes económicos em obter notações – as suas notações. Neste sentido, muitas são as vozes que se levantam para defender um fomento da concorrência efetiva no mercado das notações de risco, quebrando o ciclo vicioso de poder das *Big Three* como uma via para melhorar o funcionamento do sistema financeiro.

Não obstante esta reação intuitiva, não faltam autores que vêm pondo em causa este entendimento que parece visceralmente certo mas cujos vários estudos têm vindo a questionar já que a uma excessiva fragmentação do mercado poderá levar as agências de notação de risco a emitir notações favoráveis para recuperar quota de mercado. A estrutura do mercado de notação de risco não está alinhada com os princípios veiculados pelo ordenamento jurídico comunitário e implica uma distorção e um favorecimento das agências com maior quota de mercado. Todavia, não é

10 Os obstáculos à concorrência na indústria da notação de risco podem ser vistas em maior detalhe no nosso "As Agências de Notação de Risco e a Crise Financeira Planetária", Chiado Editora, 2015.

11 Relatório da Autoridade Europeia dos Mercados de Valores Mobiliários (ESMA) de dezembro de 2015, disponível em <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-its-cra-market-share-calculation>.

absolutamente claro o impacto que uma alteração deste regime poderia implicar para os agentes do mercado submetidos à necessidade de obterem notações de risco para conduzir a sua atividade.¹² Todavia, as distorções no funcionamento do mercado de notação de risco vão ficando visíveis.

4. O IMPACTO DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO NOS MERCADOS FINANCEIROS

As distorções concorrenciais são particularmente relevantes atento o facto de se mostrar indesmentível a importância crescente que as notações de risco vêm assumindo sobre os mercados financeiros, especialmente após o eclodir da crise financeira internacional.

A grande popularidade destes instrumentos prende-se com a facilidade de compreensão e assimilação da informação por eles veiculada por parte do público em geral, através de um código simples, por comparação à complexidade das informações veiculadas pelos emitentes. Com efeito, as informações financeiras veiculadas anualmente pela maioria das empresas são ininteligíveis para o público em geral e para parte dos investidores, o que incrementa a necessidade de uma informação acessível mas credível sobre o risco de uma determinada entidade. É também esta credibilidade de que as agências de notação de risco têm gozado que as faz imperar no mercado e ser procuradas como fonte de informação fidedigna e objetiva. Mas a importância das notações de risco prende-se, igualmente, com as obrigações legais impostas pelos mercados de valores mobiliários para levar a cabo algumas operações, sendo que vários ordenamentos jurídicos nacionais impõem as notações de risco como requisito prévio à colocação de produtos de investimento no mercado. Para além de tudo isto, as notações de risco passaram a integrar o clausulado de inúmeros tipos contratuais, como forma de desencadear determinados efeitos ou como meio pré-determinado de alteração das condições contratuais, o que se tem denominado como *rating trigger*.

¹² Este tema encontra-se explanado em maior profundidade no nosso livro “As Agencias de Notação de Risco e a Crise Financeira Planetária”, Chiado Editora (2015).

As notações de risco enformam assim a atuação de variados agentes no mercado ao (i) funcionar como referência legal para identificar os valores mobiliários e ativos passíveis de constituir investimentos, proibindo-se o investimento em valores mobiliários classificados como “lixo”; (ii) determinar o nível de divulgação de informação necessária numa operação de titularização ou na emissão de produtos financeiros, sendo menor o *disclosure* quanto maior for a notação de risco; (iii) limitar a concentração de ativos e novos investimentos de agentes como os fundos de pensões, as seguradoras e as instituições bancárias. Há assim uma dependência pública e regulatória do funcionamento das agências de notação de risco e das “opiniões” emitidas por estas, as quais conformam o comportamento dos agentes económicos e delimitam a extensão das obrigações legais que lhes são exigidas.

Em 2004, JENS ROSENBAUM apontava que as agências de notação de risco eram mencionadas como *benchmark* para a regulação financeira em pelo menos 8 estatutos federais, 50 regulamentos federais, bem como em mais de 100 leis e regulamentos estatais.¹³ Desta forma, a arquitetura do sistema regulatório apoia-se extensamente nas avaliações feitas por entidades externas e que têm interesses que podem revelar-se conflitantes com aqueles que as entidades públicas de regulação visam defender. Ciente desse facto, a SEC emitiu um conjunto de regulamentação que visava diminuir o peso das Agências de Notação de Risco no mercado dos valores mobiliários e a Administração promoveu reformas com o objetivo de restringir o papel quase-regulatório destas Agências. Destacamos, em especial, a regulamentação das notações nos EUA, através do “Dodd Frank Act”¹⁴, que inclui premissas e regras que apontam para uma progressiva menor dependência regulatória em relação às notações de risco emitidas pelas Agências de Notação de Risco.¹⁵

¹³ ROSENBAUM, Jens 2004: Der Einsatz von Rating-Agenturen zur Kapitalmarktregulierung in den USA: Ursachen und Konsequenzen, Research Group on Equity Market Regulation, University of Trier *apud* KRUCK, Andreas, “Explaining the Regulatory Use of Credit Ratings - Varieties of Capitalism, Resource Dependencies and the Delegation of Regulatory Authority to Credit Rating Agencies”, p. 5, disponível em http://www.gsi.uni-muenchen.de/lehreinheiten/ls_ib/arbeitspapiere/wps/kruck_2009_3.pdf.

¹⁴ Texto integral do Dodd-Frank act pode ser consultado em <http://www.fd.ul.pt/LinkClick.aspx?fileticket=FVLB1xhLurQ%3d&tabid=421>.

¹⁵ Todavia, o Dodd-Frank Act foi, desde a sua redação, alvo de tentativas com vista a influenciar e diminuir o impacto das alterações gizadas para combater a crise financeira e, acima de tudo, gizadas para impedir eficazmente o advento de uma nova crise global. De facto, o processo legislativo do Dodd-Frank Act

Esta discussão não é exclusiva dos EUA, sendo também visível na Europa, embora as abordagens regulamentares sejam diversas em muitos prismas. Desde a Diretiva 93/6/CEE do Conselho, de 15 de março de 1993, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito¹⁶, que as notações de risco externas têm assumido uma natureza quase-regulatória, na medida em que eram usadas para calcular as necessidades de capitais próprias face à emissão de determinados instrumentos financeiros.

Com a evolução do sistema de Basileia até ao acordo Basileia II, verificou-se a tendência progressiva de recurso às entidades externas de avaliação de crédito (ECAI) para fixação dos montantes mínimos de fundos próprios das instituições financeiras.¹⁷

Decorridos cerca de cinco anos do eclodir da crise financeira, HARALD HAU, SAM LANGFIELD E DAVID MARQUES-IBANEZ publicaram um estudo intitulado “Bank ratings: what determines their quality?”, no qual concluem existir graves deficiências nas notações bancárias e no grau de previsão de risco bancário.¹⁸ Sumariamente, os

envolveu um esforço de *lobbying* para que algumas exclusões, lacunas ou ambiguidade na redação de regras chave possam depois ser exploradas pelas instituições financeiras de forma vantajosa – exemplo máximo será o processo de redação e implementação da Regra Volcker (ver, a propósito da limitação da Regra Volcker, artigos publicados pela FORBES e HUFFINGTON POST em <http://fortune.com/2013/01/22/how-goldman-sachs-beat-the-volcker-rule/> e http://www.huffingtonpost.com/2013/12/27/volcker-rule-watered-down_n_4509488.html). No fundo, pode argumentar-se que a reforma e a regulação de Wall Street e dos principais *players* financeiros continua a ser tão premente como aquando do eclodir da crise, sem que vislumbre verdadeira capacidade das autoridades para a implementarem. Sobre a “sabotagem” em curso ao Dodd-Frank Act, recomendamos a leitura de uma série de 11 artigos de KAUFMANN, Ted publicados na Revista “Forbes” e acessíveis em <http://www.forbes.com/sites/tedkaufman/>. Torna-se claro que quatro anos após a aprovação do Dodd-Frank Act, quer a regulamentação aplicável às agências de notação de risco, quer a regulamentação e o agrilhoamento da dimensão excessiva das instituições bancárias continua a ser um problema que poderá ajudar à revisitação dos mesmos problemas da presente crise em futuras crises.

¹⁶ Alterada pela Diretiva 98/31/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de junho de 1998, que altera a Diretiva 93/6/CEE do Conselho (Jornal Oficial n.º L 204 de 21/07/1998), pela Diretiva 98/33/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de junho de 1998 (Jornal Oficial n.º L 204 de 21/07/1998) [Revogada pela Diretiva 2000/12/CE], pela Diretiva 2002/87/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de dezembro de 2002 e pela Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004 (Jornal Oficial n.º L 145 de 30/04/2004).

¹⁷ Note-se que os investidores regulados europeus estão impedidos de utilizar uma notação de risco para efeitos regulatórios se essa notação não for emitida por uma agência de notação de risco estabelecida na União Europeia e registada ao abrigo do Regulamento 1060/2009, exceto nos casos em que exista um registo pendente e a agência de notação de risco opere na União Europeia antes de 7 de junho de 2010 e tenha submetido um pedido de registo, o qual não tenha sido recusado.

¹⁸ *Working Paper Series* do BCE, N.º 1484, outubro de 2012, disponível no respetivo sítio oficial em <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1484.pdf>

Autores elencam três conclusões em que fundamentam as suas reservas ao funcionamento da regulação bancária por via da notação externa.¹⁹:

- (i) Em primeiro lugar, os Autores destacam que as instituições bancárias notadas com grau de investimento não apresentam notações coincidentes com os níveis EDF (Expected default probabilities) medidos após dois anos. Isto significa que existe uma dissociação entre o nível de risco destas instituições e as notações atribuídas. Aliás, os Autores mostram que a diferença é estatisticamente irrelevante entre instituições bancárias notadas AAA até AA- e instituições bancárias notadas com A+ até A-, o que impacta a distribuição de capital e o investimento no mercado interbancário. Com efeito, seguindo a abordagem *standard* prevista em Basileia II, são utilizados ponderadores de risco associados a notações externas. Os ponderadores de risco são determinados em função da natureza do mutuário, o que nos casos das instituições bancárias obedece à seguinte lógica: 20% de peso se a notação da instituição bancária se reportar entre AAA e AA-; 20% de peso se a notação da instituição bancária se reportar entre A+ e A-; e 100% de risco se falarmos de notações de nível BBB+ a BBB-. Ao considerar esta distinção artificial entre os primeiros dois intervalos de notação referidos, assiste-se a uma distorção do mercado.
- (ii) Em segundo lugar, os Autores identificaram uma ligação direta entre o sentido dos erros e deficiências das notações e o tamanho das instituições bancárias notadas. Neste estudo, os Autores demonstraram que as instituições bancárias de maior dimensão obtinham notações mais favoráveis quando comparadas com o seu risco provável de default (EDF) medido dois anos depois, o que poderá estar relacionado com os conflitos de interesses em manter satisfeitos clientes de maior dimensão e volume de negócios. Mais uma vez, a concorrência entre bancos de dimensões diferentes fica distorcido em função

¹⁹ O *Working Paper* assume especial relevância por ter a chancela do BCE, não obstante representar apenas a opinião dos Autores, como todos os *working papers* das instituições internacionais, permitindo alguma maleabilidade, as mais das vezes, política e não tanto técnica.

das notações de risco atribuídas, reforçando a ideia de que existem instituições bancárias que são demasiado grandes para falir (Too Big to Fail ou TBTF);

- (iii) Em terceiro lugar, os Autores conseguiram determinar, através da utilização de uma base de dados da Thomson Reuters criada para medir as relações comerciais na emissão de títulos entre instituições bancárias e agências de notação de risco entre 1990 e 2012, que quanto mais uma instituição bancária recorria a uma agência de notação de risco particular, mais esta premiava aquela com melhores notações de risco.

Estes resultados mostram ser necessário repensar o papel das agências de notação de risco no mercado bancário, bem como na generalidade do setor financeiro. No seguimento do exposto, verificamos que as agências de notação de risco têm um papel regulatório²⁰, ao produzirem uma norma internacional (ainda que sem força de lei) ou, numa visão mais suave, critérios de referência que uniformizam o modo como os investidores avaliam os seus investimentos e alocam o seu capital em prol da economia privada e/ou pública. Com efeito, as Agências de Notação de Risco exercem o seu poder de duas formas claras²¹: (i) limitam de forma efetiva as opções dos investidores e demais agentes financeiros às opções que entendem corretas, aferidas com base em pressupostos que não se caracterizam pela neutralidade ideológica; e (ii) condicionam a atuação dos agentes financeiros sempre que exercem o seu poder de descida de notação de risco, com base em análises político-ideológicas e não meramente financeiras.

Se dúvidas houvesse sobre o poder quase regulatório das agências de notação veja-se a adaptação da atuação dos atores públicos às recomendações e análises das agências de notação face à crise financeira planetária. No mesmo sentido, nenhuma

²⁰ PETERS, Andreas C., "Die Haftung un die Regulierung von Rating-Agenturen, Baden-Baden, 2001 *apud* KRUCK, "Private Ratings, Public Regulations -Credit Rating Agencies and Global Financial Governance", p. 27, Palgrave Macmillan (2011).

²¹ KING, Michael R. e SINCLAIR, Timothy J., "Private Actors and Public Policy: A Requiem for the New Basel Capital Accord", *International Political Science Review* 24: 3, p. 4; e NÖLKE, Andreas e PERRY, James, "Coordination Service Firms and the Erosion of Rhenish Capitalism", *in* Overbeek, Henk/van Apeldoorn, Bastian/Nölke, Andreas (eds.): *The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation*, London/New York: Routledge, 2007, *apud* KRUCK, Andreas, "Private Ratings, Public Regulations", p. 5.

empresa poderá dar-se ao luxo de suportar durante muito tempo uma notação de risco inferior – o que implica maiores custos e dificuldades de financiamento e, em última instância, a insolvência a médio prazo - sucumbindo sempre à tentação de assentir na governação tida como correta pelas principais das agências de notação de risco.

Chegados aqui vemos que a autoridade moral, política e financeira das agências de notação de Risco é indelével. Mais, o uso transversal das notações de risco levanta riscos que a arquitetura do sistema não está preparada para acomodar. Veja-se que as regras legais e os critérios de referência já falados apontam para a aquisição de valores mobiliários notados exclusivamente com grau de investimento, o que implica a criação de um efeito de sincronização do comportamento dos agentes económicos, atribuindo efeitos sistémicos ao *downgrade* destes valores mobiliários, mesmo que apenas por uma das agências de notação de risco envolvidas na avaliação – o que se verificou a partir de julho de 2007, culminando com a derrocada do mercado de RMBS e CDO. A diminuição da notação de risco passa a ter força legal e implica uma reação transversal de um conjunto interligado de agentes económicos, aumentando inexoravelmente os custos de investimento e preços de mercado sempre que um determinado título passa a ser considerado investimento especulativo ou “lixo”.²² Consequentemente, a análise dos valores mobiliários irá ser mais cautelosa e a informação a passar aos agentes económicos será necessariamente mais conservadora, com efeitos diretos no emitente ou valores mobiliários notados. Assim, vemos que a função regulatória tem efeitos diretos sobre a função de fornecer informação ao mercado, o que levou ao panorama atual de busca por uma solução que permita reduzir a dependência global das notações de risco.

A solução é, por enquanto, turva mas terá de passar por uma análise de risco mais orgânica, mais aberta e mais próxima da realidade notada. Uma aposta clara na avaliação interna das instituições e no recurso a valores seguros como a confiança, o historial dos emitentes e a realidade em que se inserem, a qual necessitará da

²² SCHROETER, Ulrich chama a este fenómeno o efeito de sincronização. Vide “Three Letters that Move the Markets: Credit Ratings between Market Information and Legal Regulation”, *Journal of Applied Research in Accounting and Finance (JARAF)*, Vol. 6, No. 1, pp. 14-30, 2011, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1957435>. O impacto do efeito de sincronização pode ser analisado em maior detalhe em “As Agências de Notação de Risco e a Crise Financeira Planetária”, 2015.

existência de *chinese walls* ou separação efetiva entre os vários negócios dos conglomerados financeiros atualmente existentes. Tudo acompanhado por um paradigma em que os Reguladores não se demitam de cumprir a sua missão e sejam escrutinados para impedir também conflitos ou parcialidade ao nível político.

O bom funcionamento do sistema jurídico-económico pressupõe que as Agências de Notação de Risco atuem como *gatekeepers* mas os trilhos caminhados até agora fazem-nos questionar ser esse o seu papel atual.

5. FUNÇÕES DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO NA ECONOMIA GLOBAL: GATEKEEPERS?

O conceito de *gatekeepers*²³ está ligado ao funcionamento do mercado de valores mobiliários e é utilizado para designar os profissionais independentes que prestam serviços de verificação e certificação a investidores, sem os quais não seria possível a estes investidores completar transações. Estes profissionais utilizam o seu capital reputacional para proteger os interesses de investidores individuais ou dispersos que não têm meios de se agregar e lançar mão de ações conjuntas relevantes.²⁴

Segundo COFFEE, existem dois elementos chaves para definir o conceito de *gatekeepers*: (i) os *gatekeepers* possuem um elevado capital de reputação, adquirido durante um longo período de tempo e derivado de um conjunto também alargado de clientes, o qual utilizam para assegurar a precisão das afirmações, informações ou ações que toma ou verifica; (ii) os *gatekeepers* assumem um benefício inferior aos seus clientes pela sua função de aprovação, certificação ou verificação de informação utilizada para a transação a conduzir pelo cliente. Nestes termos, o incentivo das agências a participar em atividades ilícitas, falseadoras ou fraudulentas dos seus

²³ Na expressão de CÂMARA, Paulo, “guardiões do sistema mobiliário”, como podemos ver em “O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução”, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, 12, 2001.

²⁴ Neste sentido, ver COFFEE, John C., “Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms”, Berkeley Program in Law and Economics, Working Paper Series, UC Berkeley, 2004, p. 10, disponível em <http://www.escholarship.org/uc/item/13d8s2qs> e FERRARINI, Guido A. e GIUDICI, Paolo, “Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case”, ECGI - Law Working Paper N.º 40/2005, 2005, disponível em <http://ssrn.com/abstract=730403>

clientes é diminuto já que põe em risco o seu maior ativo: o capital reputacional.²⁵ Esta teoria tem por base que o envolvimento de *gatekeepers* nos mercados não só é positiva pelo papel desempenhado em dissuadir a prática de fraudes como também se afigura menos dispendioso e menos necessária a intervenção legislativa, funcionando os *gatekeepers* como uma “alavanca para desencorajar a violação da lei”.²⁶

Chegados aqui devemos questionar-nos: serão as agências de notação de risco *gatekeepers*? FERREIRA GOMES identifica como *gatekeepers* “os auditores, responsáveis pela revisão legal de contas, os bancos de investimento, responsáveis pela estruturação e implementação de transações financeiras, os analistas financeiros, responsáveis pela análise da informação relativa a emitentes e valores mobiliários, as sociedades de notação de risco, responsáveis pela análise do risco de crédito e, questionavelmente, os advogados, responsáveis pela emissão de pareceres jurídicos essenciais para determinadas transações financeiras.”²⁷ Com efeito, as agências de notação de risco desempenham funções de regulação no setor financeiro, sendo um requisito essencial e condicionante da realização de determinados investimentos ou para as decisões de determinados agentes económicos. Ainda que as agências de notação de risco se empenhem numa desvalorização deste papel de regulação – por motivos de potencial responsabilização civil – as mesmas preenchem os requisitos enunciados por COFFEE e são incontornáveis quer para emitentes, quer para investidores.

Em detalhe, entendemos que as agências de notação de risco desempenham essencialmente duas funções na arquitetura da economia global atual: (i) agregadores de informação financeira tratado e catalogado de acordo com um sistema universalmente reconhecido; e (ii) agentes regulatórios indiretos, na medida em que as notações de risco se constituem como ferramentas, ou componentes de leis e regulamentos, que condicionam a atuação dos agentes financeiros e definem a

²⁵ A tese dos incentivos legais foi introduzida por KRAAKMAN, Reinier, no artigo “Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy”, publicado no *Journal of Law, Economics and Organization*, 53, em 1986. Sobre este tema, ver também GOMES, José Ferreira, “A fiscalização externa das sociedades comerciais e a independência dos auditores: A reforma europeia, a influência norte-americana e a transposição para o direito português”, trabalho apresentado no âmbito do concurso para atribuição do Prémio CMVM 2005, disponível em http://www.estig.ipbeja.pt/~ac_direito/030CMVM.pdf

²⁶ COFFEE, John C., “Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms”, *ob. cit.*, p. 11.

²⁷ Ver GOMES, Ferreira José, *ob. cit.*, p. 1, nota 2.

amplitude dos requisitos que lhes são exigidos para operar. A função de garantir fluidez de informação financeira aos investidores assume-se como a primeira razão de ser da existência de notações de risco.

As notações de risco começaram por estar disponíveis exclusivamente para os compradores dos manuais e índice de *rating* e depois para os subscritores dos serviços das Agências de Notação, naquilo que constituía o chamado modelo investidor-pagador. Atualmente, as notações de risco constituem informação acessível de forma tendencialmente gratuita pela generalidade da população (investidores ou não), sendo pagas pelo emitente.

Deve notar-se igualmente que as notações de risco possuem duas características que andam normalmente de mãos dadas com os bens públicos: dada a sua acessibilidade universal, ninguém pode ser impedida de recorrer a elas para consulta ou formação de uma decisão de investimento e, simultaneamente, o recurso a uma notação de risco por parte de um investidor não limita a sua utilização por quaisquer outros, não se esgotando. Ao desempenharem esta função, as agências de notação de risco atuam como mediadores entre a oferta e a procura de capital,²⁸ agregando toda a informação relevante sobre potenciais devedores e produtos financeiros que se encontra dispersa – e que um investidor médio dificilmente conseguiria obter – e classificando-o de acordo com uma medida universalmente aceite e reconhecida. Os ganhos de escala permitem ao investidores fazer uma comparação clara entre vários emitentes e produtos financeiros, o que permite (i) reduzir as assimetrias de informação entre os investidores e os emitentes; (ii) aumentar o leque de investidores mutuantes nos mercados de dívida secundários; e (iii) diminuir os custos de transação e as ineficiências associadas, permitindo uma alocação presumivelmente mais eficiente do capital disponível.

Por outro lado, a função regulatória das Agências de Notação de Risco não é uma função original das notações de risco já que as mesmas não são publicadas com essa finalidade. Foram as ações reiteradas de entidades públicas (órgãos legislativos e de supervisão) e privadas (contraentes privados) que adotaram as notações de risco

²⁸ KRUCK, Andreas, "Private Ratings, Public Regulations", p. 27.

como critérios de referência, gerando assim uma função regulatória. Esta função regulatória é assim uma função derivada que resulta da adoção de referências introduzidas em legislação, regras prudenciais e contratuais.

FRANK PARTNOY fala mesmo de uma alteração de funções das agências de notação de risco, passando de analistas e prestadoras de serviços de informação ao mercado, angariando clientes e volume de negócios em função do ativo reputacional atingido, para vendedoras de licenças regulatórias.²⁹ Com efeito, este autor argumenta que a partir do momento em que as notações de risco funcionam como parâmetro regulatório inscrito na legislação, as agências passam a vender não só informação mas também os direitos associados ao cumprimento das normas regulatórias. Se o cumprimento destas normas impõe custos e uma notação favorável elimina ou reduz tais custos, as agências de notação de risco – altamente concentradas – poderão vender licenças regulatórias para limitar os custos dos agentes, sendo mais barato e conveniente para estes suportar o preço imposto pelas agências de notação de risco do que correr o risco de não conseguir cumprir os critérios que apenas estas poderão certificar.³⁰

Historicamente, o uso de notações de risco como instrumento de regulação é particularmente relevante nos Estados Unidos da América, não obstante ser uma tendência crescente e com grande penetração global já que, com maior ou menor intensidade, o sistema financeiro globalizou-se e os respetivos investidores utilizam as notações de risco para fins regulatórios. Nos Estados Unidos da América, são usadas notações de risco para efeitos regulatórios em quatro frentes, como bem nota ANDREAS KRUCK.³¹

Em primeiro lugar, as notações de risco são utilizadas por reguladores públicos para impor um limiar de investimento para determinadas instituições, sendo o caso dos fundos de pensões. Estes fundos apenas podem investir em valores mobiliários com

²⁹ Ver PARTNOY, FRANK, "The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies," *Washington University Law Quarterly* 77, n.º 3, pp. 683 e ss., disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=167412

³⁰ *Idem, idem*, p. 684.

³¹ KRUCK, Andreas, "Explaining the Regulatory Use of Credit Ratings - Varieties of Capitalism, Resource Dependencies and the Delegation of Regulatory Authority to Credit Rating Agencies", pp. 4 e ss..

notações de risco de categoria de investimento, limitando a sua atuação de mercado. Em segundo lugar, os reguladores impõem diferentes critérios de divulgação de informações a emitentes de títulos financeiros (*bonds*) mediante a notação de risco que lhes for atribuída. Mais risco, mais informação sensível a divulgar. Em terceiro lugar, as notações de risco tornam-se importantes para a definição administrativa dos critérios de emissão de títulos financeiros como os propalados MBS (Mortgage Backed Securities), já que a legislação vigente³² implica uma diferenciação mediante a notação atribuída ao MBS com notação de risco positiva. Em quarto lugar, os rácios de reservas de capitais das instituições financeiras eram determinados com recurso às notações de risco, os quais assumiam assim um papel regulatório. Exemplo mais patente de tal estratégia revela-se pela restrição de constituição de sucursais exclusivamente aos bancos que apresentassem notações de risco positivas.³³

Acresce ainda a importância crescente das notações de risco no âmbito do direito privado e de contratos internacionais que, cada vez mais, recorrem à evolução das notações de risco como condição negocial e evento que despoleta um conjunto de obrigações da parte notada, normalmente exigindo procedimentos adicionais em caso de diminuição da notação atribuída aquando da celebração do contrato. Um exemplo normalmente chamado à colação para demonstrar a importância e o impacto de notações de risco em contratos privados e na solvência de mutuários é o caso ENRON. Em 9 de novembro de 2001, a Standard & Poor's efetuou um *downgrade* da notação atribuída à empresa para BBB-, levando ao vencimento imediato de uma obrigação de USD 690 milhões³⁴ e ao conseqüente esboroar da respetiva situação financeira.³⁵

³² Em especial, Secondary Mortgage Market Enhancement Act de 1984.

³³ Ver ESTRELLA, Arturo et al., "Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information", Basel Committee on Banking Supervision Working Papers N.º. 3, Bank for International Settlements, 2000, disponível em http://www.bis.org/publ/bcbs_wp3.htm e KRUCK, "Private Ratings...".

³⁴ Ver "Financial oversight of Enron: the SEC and private sector watchdogs", Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, disponível em <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT82147/html/CPRT-107SPRT82147.htm>

³⁵ A cláusula contratual acionada no caso citado dispunha que "O banco tem o direito de exigir do mutuário o reembolso antecipado do empréstimo se a notação atribuída pela Standard & Poor's, pela Fitch ou pela Moody's à mutuária for inferior a "A-" ou "A3", respetivamente, ou se alguma dessas agências de notação deixar de atribuir notação dívida de longo prazo, não subordinada e não garantida, do mutuário". Ver SANTOS, Hugo Moredo, *ob. cit.*, p. 493.

Vemos assim que, contrariamente à ideia generalizada, não foram apenas os agentes privados³⁶ que geraram uma crescente procura dos serviços de notação de risco mas também os agentes regulatórios públicos, com a cumplicidade dos legisladores e agentes políticos.

A análise feita, até este momento, leva-nos a crer que as agências de rating visavam originariamente dotar o mercado de transparência, maior fluidez de informação e democraticidade na hora de fazer boas escolhas de investimentos. Todavia, o quadro legal que enforma a atuação das agências de notação de risco permite a criação de áreas cinzentas que, de certa maneira, limitam e obnubilam os positivos efeitos aqui falados. Vejamos agora qual o papel das Agências de Notação de risco no eclodir da crise do *subprime*.

6. A CRISE DO SUBPRIME

Na sequência do crash das *dotcom* no ano de 2000 e o ataque terrorista de 11 de setembro de 2001, que desequilibrou o funcionamento da sociedade norte-americana, o FED interveio de forma decidida, fixando a taxa de juro em 1%, até junho de 2004.³⁷ A generalidade dos analistas financeiros e económicos entendem hoje que esta medida foi determinante na criação da bolha imobiliária norte-americano e que culminou com o ruir do mercado hipotecário *subprime* em 2007 e o eclodir da crise financeira planetária.³⁸ A torrente de dinheiro “barato” disponível levou à subida da procura de casa e, conseqüentemente, ao aumento da construção imobiliária, o que provocou um progressivo e crescente aumento do preço das propriedades imobiliárias nos EUA. Tradicionalmente, a procura de casas era feita por famílias com capital próprio (para efetuarem uma entrada generosa) e capacidade de esforço para liquidar o capital

³⁶ Quando falamos em agentes privados referimo-nos essencialmente a agentes bancários, investidores, gestores de fundos financeiros (seguros, pensões, entre outros) e todos os investidores de carácter privado representativos para este mercado.

³⁷ FABER, Marc, analista financeiro conhecido como Dr. Doom, citado no artigo online “How 9/11 changed investing”, disponível em <http://money.msn.com/stock-broker-guided/how-9-11-changed-investing-marketwatch.aspx>; Mais sobre FABER, Marc e as suas análises em <http://new.gloomboomdoom.com/portalgbd/homegbd.cfm>

³⁸ Neste sentido, SOROS, George, “O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros – a Crise de Crédito de 2008 e as suas implicações”, Almedina 2008, p. 138.

e os juros do empréstimo bancário, o qual assumia um grau de segurança forte ou de classe A. Contudo, com a subida do preço das casas e o aumento da construção, as instituições bancárias começaram a aumentar o leque de candidatos elegíveis a obterem empréstimos para adquirir uma casa, aumentando também o risco associado para as entidades bancárias. Aumenta em flecha a percentagem de norte-americanos proprietários de casa própria, bem como a percentagem de norte-americanos que recorrem à banca para compra de segunda casa.

De facto, o movimento contínuo ascendente dos preços do imobiliário levam muitos proprietários a refinarciar as suas casas como meio de obter liquidez para adquirir uma nova casa (tido então como um investimento seguro) e saciar as novas tendências de consumo. A bolha começa a encher perigosamente, o preço das casas sobe para além dos rendimentos que delas se podiam obter e as instituições financeiras começam a dispersar os seus riscos para continuar a alimentar o fluxo financeiro e de dívida necessário para manter o mercado vivo.³⁹ Um dos mecanismos utilizados junto dos mutuários passava pela concessão de empréstimos 2/28 -ARM⁴⁰, em que nos dois anos iniciais do empréstimo o mutuário apenas liquidava parte dos juros o que, as mais das vezes, iludia o beneficiário quanto aos encargos e riscos associados. Após este prazo, a taxa de juro começa a ser ajustada e os encargos mensais sobem em flecha, a não ser que o mutuário consiga refinarciar o empréstimo. Ora, a partir do momento em que o mercado começa a dar sinais de arrefecimento e o valor dos bens imobiliários começa a descer, torna-se impossível refinarciar e, simultaneamente, difícil de assumir os encargos destes empréstimos. A bolha começa a rebentar e o mercado a entrar em colapso.

Outra via que as instituições bancárias utilizaram para diminuir os seus próprios riscos passou pela criação de produtos financeiros complexos que envolviam a criação de veículos contendo vários tipos de dívida em função do risco de incumprimento

³⁹ Uma descrição vívida e completa da crise imobiliária que esteve na base da crise financeira de 2007 pode ser encontrada em MENEZES CORDEIRO, António, "A crise planetária de 2007/2010 e o governo das sociedades", Revista de Direito das Sociedades, Ano I (2009) – número II, Almedina.

⁴⁰ Para detalhes sobre este tipo de empréstimos imobiliários praticados nos EUA, veja-se o Consumer Handbook on Adjustable-Rate Mortgages da Federal Reserve Board, disponível em http://files.consumerfinance.gov/f/201204_CFPB_ARMs-brochure.pdf

(dívida de categoria A, BB e inferiores, até conter dívida *subprime* que era impossível de ser paga).

Para se ilustrar a loucura dos empréstimos hipotecários concedidos no auge da crise financeira, atentemos em duas modalidades que são autoexplicativas: empréstimos a requerentes NINJA (*no income, no job, no assets*) e *liar loans* (em que os angariadores não regulados incentivavam os aplicantes a mentir). Perante a natural perplexidade que estas práticas suscitam, perguntamo-nos qual seria o interesse das instituições bancárias em conceder empréstimos hipotecários a clientes que não possuíam qualquer garantia ou sequer expectativa futura de garantia de pagamento da dívida contraída? A resposta passa pelo facto de que os bancos sabiam não poder contar com um apetite eterno do mercado por mais imóveis, pelo que recuperar imóveis por incumprimentos dos devedores podia não garantir os créditos, passando então a securitizar os mesmos. Em termos genéricos, a securitização passava por agrupar títulos de crédito contendo diversos empréstimos hipotecários, com riscos diversificados (entre A e *subprime*). Estes produtos financeiros eram depois emitidos, notados pelas agências de notação de risco com nota máxima e vendidos como um investimento seguro no mercado.

As instituições financeiras ganhavam uma nova panóplia de produtos financeiros (ABS, RMBS e outros) com elevadas taxas de retorno, enquanto simultaneamente diversificavam e dispersavam o risco que, de outra forma, estaria refletido exclusivamente na contabilidade interna. A complexidade destes produtos financeiros, aliada à sua opacidade, tornavam-nos candidatos perfeitos a armas de destruição massiva na crise que se avizinhava. De facto, com a globalização dos mercados financeiros, esta dispersão de riscos, associada ao crescimento gigantesco destes produtos financeiros complexos peçados de créditos incobráveis, alastraram o risco e criaram os ingredientes para uma epidemia global. As instituições bancárias e financeiras conseguiram ultrapassar todas as fronteiras éticas e de sustentabilidade do seu próprio negócio até ao apogeu. As teorias dos ciclos económicos mostram que após uma fase de expansão saudável, segue-se usualmente, por força da confiança

gerada nos agentes do mercado, uma fase de expansão não sustentada. Atingido o auge do excesso, sobrevém a queda.

No mercado imobiliário, aconteceu o mesmo: o mercado apenas era sustentável com procura crescente, aumento do preço das casas e criação contínua de mais dívida. Quando estas condições deixaram de verificar-se, o mercado ruiu como um castelo de cartas e dava-se início (visível) à maior crise financeira planetária dos últimos 70 anos.

O papel das agências de notação de risco no eclodir da crise financeira começou a desenhar-se em 2003, quando estas começaram a entrar no mercado "subprime".⁴¹ As agências de notação de risco avaliaram com grau máximo de fiabilidade muitos instrumentos financeiros baseados nas hipotecas do "subprime", o que levou vários fundos de investimentos a investir em tais produtos, alimentando vorazmente a bolha imobiliária no mercado Norte-Americano. Com efeito, estima-se que cerca de 3,2 Biliões de dólares norte-americanos tenham sido mutuados a proprietários com perfis de crédito incompatíveis e com declarações de rendimentos não documentadas, os quais integravam produtos financeiros comprados pelos fundos de investimento e disseminados a uma escala global.⁴²

Foi o início de uma era em que as instituições bancárias e as agências de notação de risco colaboraram de forma concertada e especulativa, ainda que pareça que nunca tivessem antevisto conscientemente o cenário catastrófico que se começou a anunciar em 2007. Após este período de grande expansão do volume de negócios das maiores agências de notação de risco e inflação de notações atribuída a produtos complexos ligados ao mercado hipotecário (RMBS, MBS), verificou-se que nem o advento da crise na economia real limitou a continuação destas práticas.

De acordo com a Comissão de Inquérito lançada pelo Senado Norte-Americano à Crise Financeira (doravante, FCIC)⁴³, as agências de notação de risco continuaram a

⁴¹ Para uma análise profunda sobre a crise do *subprime*, ver MENEZES CORDEIRO, António, " A Crise Planetária de 2007/2010 e o Governo das Sociedades, in Revista de Direito das Sociedades, Ano I (2), Almedina, 2009.

⁴² Vide notícia da Bloomberg em: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ax3vfya_Vtdo

⁴³ Ver "The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States", 2011.

atribuir notações de nível de investimento a estes produtos hipotecários meses após o início do colapso do mercado residencial Norte-Americano, o que era já impossível de ignorar por qualquer observador. As agências de notação de risco foram criando condições para uma tempestade perfeita até ao momento em que não podiam continuar a ignorar a realidade do mercado, levando inevitavelmente a que as suas ações seguintes tivessem efeitos catastróficos. A partir de julho de 2007, a Moody's e a Standard & Poor's baixaram as notações de milhares de produtos financeiros como MBS⁴⁴, RMBS e CDO⁴⁵, criando uma espiral negativa imparável ao implicar a redução drástica do valor destes títulos e uma consequente dificuldade em aliená-los, o que culminou com a derrocada do mercado destes títulos. A FCIC conclui mesmo que, mais do que qualquer outro evento verificado no mercado, o *downgrade* súbito e em massa das notações atribuídas a RMBS e CDO foi o rastilho que incendiou o sistema financeiro.⁴⁶

Assistiu-se a uma degradação de notações histórica e sem precedentes no mercado norte-americano mas, não obstante tal facto, a FCIC apurou não ter existido qualquer documento produzido por estas agências que explicasse a alteração de política, nem tampouco os responsáveis máximos das principais agências conseguiram detalhar o processo decisório perante a FCIC, a qual verificou não terem as agências de notação de risco respeitado os avisos dos próprios analistas internos que sabiam e documentaram a degradação do mercado residencial.⁴⁷

⁴⁴ Mortgage-backed security (MBS) são, como o nome indica, títulos garantidos por hipotecas, normalmente endossados a créditos hipotecários residenciais (RMBS).

⁴⁵ Os CDO's são um tipo de ABS, que se podem definir como um instrumento financeiro coberto por um empréstimo cujo valor deriva de um grupo de ativos subjacentes, com diferentes riscos e notações de risco. Ao estarem juntos, muitos dos ativos que tipicamente são ilíquidos e não podem ser vendidos isoladamente, estão assim a ser diversificados e podem ser vendidos a investidores como um todo. Um CDO é um tipo de ABS, que é emitido em múltiplas tranches e que está garantido por obrigações de dívida, conhecidas como colateral. Dependendo do risco, as tranches conferem uma ordem de pagamento consoante o seu tipo: sénior, júnior ou equity. Assim, os **CDO** variam consoante o tipo de ativos que têm na sua constituição, permitindo aos investidores receber uma série de *cashflows* na proporção do pagamento recebido dos ativos subjacentes. Ver mais em <http://www.b-a-bes.com/nova-economia/dos-cds-aos-cdo-o-que-sao-derivados-credito>.

⁴⁶ Algumas conclusões da FCIC podem ser lidas nesta reportagem do Huffington Post, disponível em http://www.huffingtonpost.com/2011/04/13/credit-rating-agencies-triggered-crisis-report_n_848944.html

⁴⁷ Ver o relatório do Senado Norte-Americano "Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse", pp. 259 e ss., disponível em http://www.hsgac.senate.gov//imo/media/doc/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf?attempt=2

JOSEPH STIGLITZ afirmou mesmo ver as agências de notação de risco como um dos fatores chave da crise financeira planetária, produzindo a alquimia necessária para transformar produtos de investimento modestos em produtos de qualidade AAA. Assim, segundo STIGLITZ, os bancos só conseguiram atingir o grau de disseminação destes ativos com a cumplicidade das agências de notação de risco.⁴⁸ Exemplos concretos poderão encontrar-se se atentarmos na evolução da FANNIE MAE e FREDDIE MAC⁴⁹. Apesar de os responsáveis do FED afirmarem da saudável capacidade financeira destas empresas, as mesmas foram confrontadas pouco depois com um processo de nacionalização, tal como a seguradora AIG. A notação dos instrumentos financeiros que vimos referindo foi especialmente lucrativa para as agências de notação de risco, constituindo uma importante fatia do volume de negócios anual, quase igualando as receitas originadas pela notação dos produtos financeiros ditos tradicionais.

Ainda que pensássemos que estas notações pudessem ter sido meramente afetadas na sua objetividade mas sem que se comprometesse a sua integridade, existem hoje provas que mostram a atuação dolosa das agências de notação de risco na avaliação de alguns destes produtos. Vários *e-mails* internos das agências de notação de risco que vieram a público mostram a total consciência das agências no que respeita à qualidade dos produtos e, bem assim, quanto às potenciais consequências catastróficas das suas ações. Num desses *e-mails*, dois colegas da Standard & Poor's afirmavam que o mercado das CDO's continuava a ser alimentado e aumentado pelas agências de notação de risco e esperavam estarem "ricos e reformados aquando da queda deste castelo de cartas".⁵⁰ Não obstante, o *Committee of European Securities Regulators* (CESR) entendeu que não havia qualquer motivo para acreditar que a regulação das agências de notação de riscos tivesse estado ligada à crise do *subprime*.⁵¹ Incredulidade à parte, é interessante ver a evolução quase

⁴⁸ Ver <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ah839IWTL9s>.

⁴⁹ FANNIE MAE é uma forma abreviada de designar a Federal National Mortgage Association, enquanto FREDDIE MAC, é a designação abreviada da Federal Home Loan Mortgage Corporation. Foram criadas como agências governamentais para fomentar o mercado imobiliário norte-americano mas são atualmente empresas privadas de financiamento imobiliário, embora reguladas pelo poder público.

⁵⁰ Ver *e-mail* entre Belinda Ghetti e Nicole Billick, disponível em http://content.lawyerlinks.com/library/sec/briefs/2007/moodys/moodys_declaracion_111708_H.pdf

⁵¹ The Committee of European Securities Regulators Second Report to the European Commission on the Compliance of Credit Rating Agencies with the IOSCO Code and the Role of Credit Rating Agencies in

paradoxal das agências de notação de risco: o seu início como analistas de mercado, emitindo notações de risco a quem pretendia investir transmutou-se para uma realidade antagónica, em que eram contratadas pelos emitentes de dívida para credibilizar os seus títulos, independentemente das suas eventuais falhas.

É preciso ter em conta que era necessária a publicação de notações elevadas para que estes produtos pudessem ser disseminados e comercializados, sendo tais notações requisito fundamental para a sua compra pelos fundos que operavam neste setor. Este movimento equivale a um “murro no estômago” dado pelas agências de notação de risco a todos os que confiavam e defendiam o seu papel no mercado, equiparando-as a *gatekeepers* intransponíveis. Como escreve PAUL KRUGMAN, as avaliações distorcidas levadas a cabo pelas agências de notação de risco fizeram o sistema financeiro assumir mais riscos do que podia administrar com segurança.⁵²

É importante dizer com clareza que as más práticas denunciadas não se reportam apenas a erros próprios da atividade de notação de risco mas também, em alguns casos, a erros culposamente cometidos tendo como motivação o incremento dos proveitos económicos de um conjunto de agentes no mercado.

Não obstante este nosso olhar centrado, em primeira linha, no eclodir da crise financeira de 2007, as agências de notação de risco foram no passado associadas a crises financeiras, tendo o seu papel sido apontado como inoperante na previsão das crises e intensificador dos efeitos nefastos delas decorrentes.

A Crise Asiática de 1997 foi talvez o primeiro passo no passado recente para que se questionasse – embora de forma muito pouco crítica – a atuação e o papel das agências de notação de risco. Uma das mais fortes contribuições para a identificação do papel das agências de notação de risco no eclodir e avolumar da Crise Asiática de 1997 partiu de GIOVANNI FERRI, LI-GANG LIU e JOSEPH STIGLITZ, os quais demonstraram que as agências não só não lograram prever a Crise como assumiram uma conduta extremamente conservadora em resposta à mesma. No estudo “The

Structured Finance, CESR/08-277, 2008, disponível em http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR_08_277.pdf

⁵² Vide o artigo de KRUGMAN, Paul intitulado “Berated for Raters” in <http://www.nytimes.com/2010/04/26/opinion/26krugman.html>

Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis”, os autores defenderam que as agências de notação de risco diminuíram a notação dos países asiáticos atingidos pela crise numa medida muito superior ao que os dados fundamentais da economia desses países podia justificar. Tal atuação provocou, direta e conseqüentemente, um aumento dos custos de financiamento internacionais destes países e uma natural diminuição do circuito de financiamento internacional para os mesmos. Para além deste facto, a manutenção de notações de risco conservadoras, i.e., artificialmente baixas porque derivados de preconceitos mais do que de análises objetivas, levou a um prolongar da crise asiática.⁵³

Neste sentido, também o FMI⁵⁴ fez uma análise similar ao declarar no seu *International Markets Report* de 1998 que as notações de risco haviam desempenhado um papel importante na formação de preços da dívida nos mercados de capitais. O referido relatório do FMI argumenta que a Crise Asiática originou críticas em relação às agências de notação de risco, não só por terem sido laxistas na previsão das vulnerabilidades dos países afetados pela crise, como também por terem respondido lentamente aos desenvolvimentos negativos, diminuindo a notação dos países devedores somente após o eclodir da crise, o que originou conseqüentes e exacerbadas movimentações do preço de mercado e aumentou a instabilidade. Começámos a fazer o diagnóstico da pró-ciclicidade das agências de notação de risco com a análise da Crise Asiática e a intuir que as agências têm um papel que se pode revelar intensificador das crises financeiras a que assiste num papel principal.

Mais um passo para a queda do mito da infabilidade das notações de risco foi dado com os escândalos verificados na ENRON⁵⁵, a qual foi à época a maior falência da história da América com ativos de 65 mil milhões. As Agências de Notação de Risco

⁵³ FERRI, G., LIU, L.-G. e STIGLITZ, J. E. “The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis”, *Economic Notes*, 28, pp. 335–355, 1999, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1468-0300.00016/abstract>

⁵⁴ *International Capital Markets Report*, setembro de 1998, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/pdf/file02.pdf>

⁵⁵ A ENRON CORPORATION era uma companhia de energia Norte-Americana, líder no mundo em distribuição de energia e comunicação, tendo atingido em 2000 o pico da sua faturação. No entanto, enquanto se assumia publicamente uma das empresas mais saudáveis do mundo, a ENRON envolveu-se em diversas fraudes contabilísticas e fiscais, com a conivência de várias entidades, nomeadamente dos seus auditores da ARTHUR ANDERSEN, que não sobreviveu ao escândalo.

não conseguiram fazer o *follow-up* das notações atribuídas à ENRON, só o tendo feito muito tardiamente. O mesmo se passou em 2002 no caso WORLDCOM, à data uma das maiores empresas de telecomunicações Norte-Americanas, cuja notação de risco apenas alertou para o perigo que se abatia sobre a empresa quando já nada havia a fazer.⁵⁶

O caso do Banco de Investimento Lehman Brothers assume-se como um caso paradigmático na crítica movida às agências de notação de risco: no dia 15 de setembro de 2008, data em que o Banco pediu a insolvência (*chapter 11*), as notações de risco atribuídas pela Moody's e a Standard and Poors eram ainda de nível de investimento, sinalizando uma suposta solidez enquanto o mundo assistia estupefacto à queda de um gigante outrora reverenciado. Neste caso, as agências de notação de risco não assumiram a dimensão do erro em apresentar um ativo em situação de insolvência como um ativo seguro, um desfasamento épico que as agências de notação de risco dizem ter fundado na confiança de que o Governo Norte-Americano não deixaria cair um gigante da banca de investimento como o Lehman Brothers – alegando para tanto o exemplo do Bear Stearns, o qual havia beneficiado de um resgate público em março do mesmo ano.⁵⁷ E com este limpar de face, as agências de notação de risco assumiam claramente perante o Congresso Norte-Americano e o mundo que a análise que presidia à emissão das suas notações de risco era, pelo menos em alguns casos, essencialmente político – o que colide com muitas das suas funções quase-regulatórias e o seu papel no mercado.

Para além das crises já referidas e da crise financeira internacional eclodida em 2007, a atuação das agências de notação de risco na chamada crise das dívidas soberanas levanta muitas questões.

Como em outras crises anteriores já citadas, a atuação das agências de notação de risco foi pró-cíclica e conservadora: não só as agências de notação de riscos não foram capaz de prever adequadamente os riscos associados às dívidas soberanas e

⁵⁶ Conforme referem FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, as Big Three mantiveram notações de grau de investimento em ambas as empresas até 4 dias antes da falência in "O Poder das Agências", Lisboa, 2012, p. 42.

⁵⁷ Estas explicações encontram-se sumarizadas, entre outros, no seguinte artigo do Huffington Post, "Credit Rating Agency Analysts Covering AIG, Lehman Brothers Never Disciplined", disponível em http://www.huffingtonpost.com/2009/09/30/credit-rating-agency-anal_n_305587.html

cumprir o seu papel no fluxo de informação necessário para o correto funcionamento do mercado como a sua atuação tardia foi conservadora, ao exacerbarem riscos para poderem colmatar a sua própria falha de previsão. Tal comportamento torna muito mais provável a ocorrência dos riscos apontados, contribuindo para o aprofundar do ciclo recessivo (sendo o contrário também veraz em momentos de expansão). Foi isto mesmo que JEFFERY D'AMATO e CRAIG FURFINE concluíram em estudo ainda anterior à crise financeira internacional de 2007.⁵⁸ Segundo os autores, as notações de risco mantêm-se inalteradas e estáveis durante grandes períodos temporais já que as agências de notação de risco normalmente não reagem a movimentos de menor dimensão no perfil de risco das empresas notadas. Todavia, D'AMATO e FURFINE concluem que as agências de notação de risco, quando efetuam alterações às suas notações de risco, reagem de forma exagerada às condições então presentes, sendo a natureza desta reação positivamente correlacionada com o estado da economia agregada. Este comportamento é tipicamente pró-cíclico, consequência de excessivo otimismo na expansão económica e pessimismo nos momentos de contração por parte das agências de notação de risco.

Mais importante do que tal facto já *supra* expendido, estes autores concluem igualmente que existe a possibilidade das notações de riscos serem determinadas, até um certo ponto, pelas perceções que os investidores assumem sobre a solidez de crédito das empresas notadas, ainda que essas perceções não estejam alinhadas com os fatores económicos fundamentais (os *fundamentals*⁵⁹).

Todos estes factos levaram a que a atuação das agências de notação de risco fosse um fator de amplificação do ciclo económico vivido pelos países, com consequências objetivamente desastrosas para milhões de pessoas, o que obriga a ponderar que medidas poderão ser adotadas para impedir este efeito potencialmente destrutivo que as notações de risco podem assumir em momentos de crise e potencialmente especulativo em momentos de expansão.

⁵⁸ D'AMATO, Jeffery, FURFINE, Craig H., "Are credit ratings procyclical?", working paper do Bank of International Settlements, 2003, disponível em http://www.oenb.at/en/img/wp_129_tcm16-15481.pdf

⁵⁹ "[T]he qualitative and quantitative information that contributes to the economic well-being and the subsequent financial valuation of a company, security or currency. Analysts and investors analyze these fundamentals to develop an estimate as to whether the underlying asset is considered a worthwhile investment", em <http://www.investopedia.com/terms/f/fundamentals.asp#ixzz23dedEj6O>

7. MANIPULAÇÃO DE MERCADO NA CRISE DO *SUBPRIME* OU TEMPESTADE IMPREVISTA?

A crise financeira internacional despoletada pela queda do mercado *subprime* nos Estados Unidos da América lançou o mundo financeiro para o divã da psicanálise ou implicou, pelo menos, que os seus destinatários começassem a questionar as práticas de alguns agentes económicos e a sua responsabilidade no eclodir daquela que é a crise financeira mais grave desde a Grande Depressão. Neste terramoto foram apontados vários culpados pela opinião pública, nem sempre de forma consistente e muitas vezes com recurso a informação parcial e levemente coligida.

Como vimos anteriormente, movimentos cívicos, investidores lesados e comentadores políticos clamaram por justiça, alegando que a conduta das agências de notação de risco consistiu em manipulação de mercado para maximização de receitas e satisfação de interesses privadas estranhos à sua atividade e missão. No clamor popular houve uma consciencialização coletiva da existência de agências de notação de risco – popularizadas como *agências de rating* – e que teriam sido cruciais no eclodir da crise, por via da manipulação da informação disponibilizada ao mercado e pela atribuição de notação máxima a produtos financeiros que sabiam ou, pelo menos, tinham todos os elementos para o perceberem, ser altamente tóxicos.

A defesa das agências de notação de risco assentou, em grande medida, na alegação de que a crise do *subprime* se assemelhou a um fenómeno climatérico totalmente imprevisível, uma tempestade surpresa que assolou os mercados e que os analistas não teriam obrigação ou possibilidade de antecipar. Teriam razão?

Muitos especialistas e jornalistas económicos chegaram a catalogar o comportamento das grandes agências de notação de risco como constituindo uma premeditada manipulação de mercado, reflexo dos inúmeros conflitos de interesses detetados. Existem inúmeras vozes que se levantam para dizer que esta crise era expectável, previsível e estava já identificada há anos. Com efeito, o mercado imobiliário e financeiro foi dando sinais de aviso de que uma bolha imobiliária se

estaria a formar: não só o preço dos imóveis vinha a subir de forma assinalável, como as práticas bancárias no que respeita à concessão de mútuos para compra de casa haviam vindo a tornar-se cada vez mais laxistas e desregradas e o refinanciamento desenfreado levou cada vez mais proprietários a outorgarem hipotecas, cuja taxa de esforço dificilmente era aceitável por uma instituição bancária responsável. Disto deu conta à Comissão de Investigação da Crise Financeira o anterior Presidente da SEC RICHARD BREEDEN⁶⁰, o qual afirmou “Não podemos olhar para nada disto e dizer que os reguladores fizeram o seu trabalho. Não se tratava de um qualquer problema oculto (...) não se pode fazer triliões de dólares em hipotecas sem que ninguém repare no que passava”.

Os indicadores económicos falavam bem alto: o refinanciamento de imóveis subiu de 460 mil milhões de dólares norte-americanos em 2000 para 2.3 biliões de dólares norte-americanos, não obstante as remunerações da população norte-americana atravessarem uma fase de estagnação. As famílias Norte-Americanas foram persuadidas pelas Instituições Financeiras e Seguradoras a pedir empréstimos avultados com base no valor das suas propriedades e de investimentos seguros acumulados nas últimas décadas para poderem consumir mais, independentemente da já referida estagnação salarial. Os dados mostram que no primeiro semestre de 2005, mais do que uma em cada dez casas era vendida a um investidor, especulador ou a um proprietário já com habitação própria.⁶¹ Consequentemente, a escalada de preços dos imóveis era inevitável: em oito anos, o preço médio dos imóveis no mercado norte-americano subiu 67%, de USD 135,800.00 em 1998 até atingir o pico de USD 227,100.00 em 2006.⁶² A título meramente exemplificativo da loucura indisfarçável do mercado imobiliário, os preços dos imóveis em Sacramento sofreram um aumento de 150% em apenas cinco anos e aumento de 100% em mais de 100 áreas metropolitanas.⁶³ Como disse o CEO da CountryWide Financial⁶⁴, ANGELO MOZILO, “a

⁶⁰ Nomeado pelo Presidente George Bush, desempenhou o cargo entre 1989 e 1993.

⁶¹ “Mortgage Originations Rise in First Half of 2005; Demand for Interest Only, Option ARM and Alt-A Products Increases”, in Mortgage Bankers Association press release, 25 de outubro de 2005, acessível a partir de <http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/32862.htm>

⁶² Dados fornecidos pela National Association of Realtors à FCIC.

⁶³ Relatório da FCIC, p. 5 e Nota 12.

habitação deixou repentinamente de ser parte do sonho americano, como uma forma de alojar a família e assentar – passou a ser uma commodity.”

O sistema foi pervertido na sua natureza e mesmo correndo fora dos carris, havia a aparência de prosperidade no curto prazo – e as instituições financeiras, seguradoras e imobiliárias sabiam-no bem. Assim, inventou-se uma forma criativa de empacotar empréstimos hipotecários de qualidade duvidosa em produtos financeiros complexos que davam a aparência aos investidores comuns que se tratavam de investimentos de baixo risco e rentabilidade garantida – aliás, assistiu-se a um desfile de especialistas em vários meios de comunicação a afirmar que o mercado imobiliário norte-americano era o investimento mais seguro do mundo. Esta mensagem passava facilmente para os destinatários já que se tratava de uma conclusão quase intuitiva, tendo em conta que os imóveis eram limitados em número, face às necessidades crescentes de habitação, graças ao número crescente da população mas também à mudança de paradigma na procura de casa e nos costumes, e, acima de tudo, como já vimos, o preço das casas não tinha sofrido perdas significativas nas últimas décadas. Para além destes fatores, as próprias instituições financeiras possuíam menos entraves a conceder empréstimos, já que com o fenómeno da securitização dos empréstimos a responsabilidade em caso de incumprimento diluía-se a ponto de criar um inolvidável paradigma de risco moral. O mercado estava faminto e as instituições financeiras criaram pacotes muito atrativos⁶⁵ ainda que o seu valor nutritivo fosse perto de zero e as substâncias nefastas não indicadas de forma clara.

Vimos já que os indicadores económicos eram claros para profissionais dos setores em causa. Será que estamos perante um caso de negligência das autoridades de supervisão? Conforme resulta dos depoimentos de vários responsáveis por organizações cívicas e governantes locais, há vários anos que existiam focos locais que evidenciavam a falibilidade do sistema. Estes focos foram detetados e denunciados a

⁶⁴ Banco Imobiliário que teve de ser resgatado após a crise do *subprime*, sendo adquirido pelo Bank of America. Ver mais em http://money.cnn.com/2008/01/11/news/companies/boa_countrywide/

⁶⁵ MAYO, Michael, managing diretor da Calyon Securities comparou estes produtos a sangria barata: pode saber bem aos primeiros goles mas depois provoca dores de cabeça e nunca sabemos verdadeiramente o que contém” in “Exile on Wall Street: One Analyst’s Fight to Save the Big Banks from Themselves”, Editora Wiley (2011).

várias entidades federais: ao FED, ao FBI⁶⁶ e a vários outros reguladores. Alan Greenspan recebeu avisos diretos das práticas predatórias no mercado imobiliário pelo menos desde 1999, tendo-lhe sido apresentados os problemas sociais e económicos – então locais – resultantes dessas práticas.⁶⁷ Perante as tensões locais que se começavam já a sentir desde 1999 e perante a ineficácia do Office of the Comptroller of Currency (OCC) – o regulador dos bancos nacionais⁶⁸ – em atacar os abusos detetados, alguns Estados e cidades decidiram aprovar medidas de regulação bancárias para limitar as práticas predatórias e os direitos dos consumidores, a maioria sem possibilidade de compreender as mecânicas de um produto financeiro complexo como os popularizados no mercado imobiliário. Contudo, estas regulamentações locais não foram aceites pelos Bancos Nacionais. Em 2003, o Banco Wachovia afirmou não reconhecer autoridade aos reguladores estaduais, nem tampouco aceitar a aplicação das regulações bancárias estaduais, atento o seu carácter nacional. Assim, o Wachovia defendeu que a supervisão das suas operações apenas podia ser feita pelo OCC, tendo iniciado uma batalha legal com vista à não aplicação das limitações desenhadas pela regulamentação local. O Supremo Tribunal decidiu a favor do Wachovia em abril de 2007, atestando que o OCC era o único regulador da sua atividade de concessão de crédito imobiliário. Desta forma, o Wachovia e os restantes Bancos Nacionais conseguiram continuar a operar no mercado imobiliário sem ter de se conformar com as alterações estaduais adotadas e, conseqüentemente, sem adaptar a sua prática ao panorama económico em deterioração progressiva e ao acréscimo sucessivo de risco de incumprimento.

Para além dos bastidores dos agentes económicos, também os *media* já vinham discutindo a possibilidade de existência de uma bolha imobiliária, tendo a Economist

⁶⁶ Para além de várias denúncias documentadas junto da FCIC, o Diretor-adjunto do FBI, Chris Sewcker, disse em 2004 numa conferência de imprensa que as práticas hipotecárias em curso “tinham o potencial de originar uma epidemia (...) Nós pensamos poder evitar um problema que poderá ter o mesmo impacto que a crise dos Savings&Loans”. Ver mais em http://articles.cnn.com/2004-09-17/justice/mortgage.fraud_1_mortgage-fraud-mortgage-industry-s-l-crisis?_s=PM:LAW

⁶⁷ Existem inúmeros exemplos documentados de reuniões diretamente com Alan Greenspan por inúmeros ativistas, movimentos cívicos e oficiais locais em que estes problemas foram apresentados com dados concretos. Para além das várias audiências concedidas, este tema foi tratado em conferências científicas com representação oficial do FED.

⁶⁸ Nacionais no sentido de possuírem uma licença para operar em todo o território norte-americano, o que implica obviamente que o OCC regule as maiores instituições bancárias.

dado o mote para a discussão pública do assunto. Em 18 de junho de 2005, a Economist publicou uma reportagem especial com o título “Preços de Habitação: Após a Queda”, onde chamava a atenção de que o modo como o *boom* imobiliário terminar pode influenciar o destino da economia mundial. Após esta reportagem, ALAN GREENSPAN reconheceu que o *boom* imobiliário podia ter impacto no mercado imobiliário⁶⁹, mas desconsiderou que o paradigma do mercado hipotecário pudesse ter impacto no sistema económico como um todo. BEN BERNANKE afirmou sensivelmente o mesmo perante o Congresso Norte-Americano em março de 2007, apenas meses antes do “fim da festa”.⁷⁰ No entanto, como bem notou o economista DEAN BAKER⁷¹ perante a FCIC, os dados eram “do absoluto domínio público no sentido que sabíamos do número de empréstimos que estavam a ser concedidos sem a entrega de qualquer capital (...) Havia um conjunto de coisas que não precisavam de qualquer investigação, estavam totalmente disponíveis nos dados conhecidos”.

Perante os dados *supra* evidenciados, é notório que as entidades públicas e privadas, *maxime* as instituições bancárias e financeiras não podiam ignorar a situação descontrolada que se vivia no mercado hipotecário e, conseqüentemente, nos mercados financeiros. Como afirmou RAGHURAM RAJAN em 2005 e depois perante a FCIC, os quadros com poderes executivos estavam a ser sobrecompensados com ganhos de curto-prazo e a ser protegidos de eventuais perdas, o que encerra uma manifestação do síndrome IBGYBG: I’ll be gone, you’ll be gone.⁷² Não obstante tudo isto, foram poucas as vozes que se levantaram para qualificar esta conduta como

⁶⁹ Depoimento de GREENSPAN, Alan perante o Congresso Norte-Americano (Joint Economic Committee) sob o título “The Economic Outlook”. Ver mais em <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2005/200506092/default.htm>

⁷⁰ Depoimento de BERNANKE, Ben perante o Congresso Norte-Americano (Joint Economic Committee) sob o título “The Economic Outlook”. Ver mais em <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20070328a.htm>

⁷¹ PhD em Economia pela Universidade do Michigan, previu a bolha imobiliária em agosto de 2002 no seu artigo “The Run-Up in Home Prices: Is it Real or Is it Another Bubble?”, disponível em http://www.cepr.net/documents/publications/housing_2002_08.pdf

⁷² RAJAN, Raghuram, “Has financial development made the world riskier?”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 11728, 2005, disponível em http://www.nber.org/papers/w11728.pdf?new_window=1 e “The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States”, 2011, pp. 8 e ss.

negligência grosseira. De facto, os dados expostos não se subsumem na qualificação da crise como um terramoto de natureza imprevista, como assegurou o CEO da Goldman Sachs, LLOYD BLANKFEIN.⁷³ Entendemos que era essencial fazer esta excursão para aferirmos da viabilidade de considerar que as Agências de Notação de Risco manipularam o mercado ao atribuir notações desajustadas da realidade dos ativos avaliados.

Perante os dados expostos, será que as agências de notação de risco cumpriram as suas obrigações legais e comportaram-se como verdadeiros *gatekeepers*? Sabemos que as agências de notação de Risco tiveram um papel fundamental no mercado de títulos garantidos por créditos hipotecários e, conseqüentemente, na crise do *subprime*. Conforme vimos supra, o funcionamento deste mercado exige múltiplas e sequenciais revisões e chancelas de aprovação por parte de Agências de Notação de Risco. Com efeito, os emitentes necessitam, em primeira linha, da aprovação da estrutura dos investimentos para poderem prosseguir; as Instituições Bancárias são forçadas a fixar as reservas de capital necessário em função da notação atribuída e vários agentes apenas podem investir em produtos com notação máxima. Perante esta teia complexa de relações, é fácil intuir a importância da missão das Agências de Notação de Risco e o poder detido por estas.

Nos três anos que antecederam o eclodir da crise do *subprime* (2005 a 2007), a notação de produtos do mercado de títulos garantidos por créditos hipotecários (MBS) representava quase metade das receitas da Moody's⁷⁴ o que equivale à gênese automática – ainda que inconsciente até um determinado nível - de uma pressão económica para não colocar entraves que afetassem esta área de negócio.

O nosso raciocínio não pode também desligar-se da noção clara que a maioria dos categorias de investidores não tinha acesso ao mesmo tipo e extensão de informações que as agências de notação de risco, o que impedia que os investidores

⁷³ Por outro lado, JAMIE DIMON, CEO do J.P. Morgan Chase assumiu, com notória desfaçatez, perante a FCIC que “não é uma surpresa que temos crises todos os cinco ou dez anos. A minha filha chegou um dia da escola e perguntou “papá, o que é uma crise financeira?” E sem tentar ser engraçado, disse-lhe “é aquele tipo de coisas que acontecem cada cinco, sete, dez anos”. E ela disse “Porque é que está toda a gente tão surpreendida?”.” Perante esta história, DIMON conclui que não deveríamos estar surpreendidos... Declarações em vídeo disponíveis em <https://www.youtube.com/watch?v=2ObH4f4y-vQ>

⁷⁴ Dados calculados pela FCIC em função dos formulários fiscais da Moody's do período em referência.

pudessem escrutinar, de forma eficaz (até por falta de escala), as notações atribuídas. De facto, se os Estados, as Instituições Bancárias e os Reguladores setoriais utilizavam e davam como boas as notações emitidas, seria lícito exigir a um investidor individual ou até institucional que não se deixasse influenciar por elas nas suas decisões de investimento?

Vejamos o papel da principal agência de notação de risco no eclodir da crise: a Moody's. Para analisar os produtos do mercado de títulos garantidos por créditos hipotecários (MBS), a Moody's, tal como as restantes Agências de Notação de Risco, usa um modelo de análise por ela desenvolvido que contempla um conjunto de dados quantitativos e qualitativos relevantes, como os riscos estruturais e legais dos títulos e a estrutura de pagamentos e investimento, entre outros.⁷⁵ Todavia, o incremento substancial da análise de produtos hipotecários *subprime*, desde 2000 até 2007, não implicou a adoção de um modelo de análise que tivesse em conta as características específicas e mais frágeis destes produtos. Foi só no final de 2006 que a Moody's desenvolveu um modelo específico para o mercado *subprime* – o Modelo M3 Subprime – após terem notado cerca de 19.000 títulos *subprime*.⁷⁶

Conforme se pode ver na inquirição de JAY SIEGEL⁷⁷ perante a FCIC⁷⁸, a Moody's não teve em conta os indicadores dados pelo mercado residencial na notação destes produtos, nem ajustou as notações em função da possibilidade de quebra dos valores dos imóveis, os quais ascenderam a valores insustentáveis nos anos que antecederam a crise. De acordo com o testemunho de JAY SIEGEL perante a FCIC, em 2005 a posição oficial da Moody's era a de que não existia uma bolha imobiliária nacional.⁷⁹ Para além disso, a Moody's também optou por não valorizar os problemas detetados na qualidade dos empréstimos que eram alvo de titularização. Como referiu JEROME FONS perante a FCIC, "Estive no Comité de Crédito Estruturado de alto nível, o qual

⁷⁵ Para saber mais sobre os modelos utilizados, cf. http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/select-papers-from-the-seminar-in-international-finance/llm-papers-2008_2009/wang.pdf

⁷⁶ Segundo apurado pela FCIC, *ob. cit.*, p. 118.

⁷⁷ Jay Siegel foi Managing Director da divisão de RMBS (Rating Residential Mortgage-Backed Securities) da Moody's até à sua saída da Agência em 2006.

⁷⁸ O vídeo da inquirição pode ser visualizado em <http://fcic.law.stanford.edu/videos/view/40>

⁷⁹ *Ob. Cit.*, p. 121.

faria presumir que lidasse com estes problemas [padrões exigidos para concessão de crédito hipotecário em declínio] e nunca foi referido a este grupo ou colocado na nossa agenda que o declínio na qualidade que estava a ser incluída nas *pools* de produtos, o impacto possível nos *ratings*, outras coisas... Falávamos de tudo, exceto do elefante que estava sentado à mesa”.⁸⁰ Também ARTURO CIFUENTES, Professor da Universidade do Chile, disse perante a FCIC que as Agências de Notação, *maxime* a Moody’s e a S&P, falharam em reconhecer o impacto da deterioração dos parâmetros de concessão de crédito, não obstante “haver dados documentados de fraude expostos nos media desde 2004 e de forma clara em 2005”.⁸¹

A conduta ora imputada à Moody’s não era um fenómeno isolado entre as Big Three. FRANK RAITER, antigo diretor da secção de RMBS da Standard & Poor’s, confirmou que também a Standard & Poor’s adiou a implementação de um modelo que tivesse em conta os riscos crescentes do mercado hipotecário e do perfil das hipotecas *subprime*. RAITER afirma mesmo que, caso este modelo tivesse sido implementado, as notações de risco emitidas – se rigorosas – eliminariam as margens que tornavam estes investimentos interessantes, erradicando do mercado os títulos *subprime*.⁸²

A realidade do ciclo económico apanhou as notações da Moody’s rapidamente e com um enorme grau de dureza: 73% das MBS avaliadas pela Moody’s em 2006 com AAA sofreram uma descida da sua notação até ao grau lixo. Este número não é mais do que uma ilustração clara da festa contínua com vinho de má qualidade que corroe o sistema financeiro global. Há uma cadeia de agentes que possibilitavam a produção e execução da festa e as Agências de Notação de Risco assumem aqui um papel central: estas Agências tinham o poder de inabilitar os menores e os pródigos de entrar no recinto e tinham a obrigação de saber que a quantidade de vinho produzida em determinadas condições não podia assumir as qualidades necessárias para cumprir os seus requisitos.

⁸⁰ *Ob. Cit*, p. 121. É possível ouvir a inquirição em suporte áudio em <http://fcic.law.stanford.edu/interviews/view/7>

⁸¹ <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111shrg57321/html/CHRG-111shrg57321.htm>

⁸² RAITER, Frank, 2010, Testimony to the US Senate Permanent Subcommittee on Investigations, disponível em <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-111shrg57321/html/CHRG-111shrg57321.htm>

O papel das agências de notação de risco assumia uma acuidade especial no mercado *subprime* dado que os agentes do mercado dependiam inexoravelmente das notações emitidas para a tomada de decisões de investimento neste mercado. Existiam várias razões que implicavam esta dependência. Em primeiro lugar, este tipo de produtos financeiros possuem um grau de transparência diminuto no que respeita à respetiva composição quantitativa e qualitativa do ponto de vista legal e financeiro, não sendo possível aos investidores, por muito especializados que sejam, aceder à informação necessária para escrutinar a notação atribuída.

Em segundo lugar, a complexidade do processo de titularização destes produtos não é acessível a investidores, ainda que institucionais, nem tampouco hoje se configura como uma análise meramente financeira. Cada vez mais os produtos financeiros eram elaborados por matemáticos, engenheiros e programadores com base em modelos que muitos CEO's de Wall Street teriam dificuldade em explicar ao mais experiente dos investidores.⁸³

Em terceiro lugar, não podemos menosprezar a reputação reconhecida e testada das agências de notação de risco na sua honestidade e fiabilidade na avaliação imparcial dos títulos emitidos. Foi claro o investimento de confiança das Agências de Notação nos agentes do Mercado.

Apesar de conscientes do papel que assumiam no mercado, as Agências de Notação de Risco não lograram refletir nas suas análises os dados publicamente disponíveis que apontavam para um desequilíbrio grave no mercado hipotecário, levando vários investidores a tomar decisões de investimento que, de outra forma, não tomariam. Este fenómeno pode explicar-se pelo facto dos parâmetros de exigência das Agências de Notação de Risco sofrerem um lassidão nos períodos temporais de acalmia e segurança dos mercados (mais ainda em períodos de euforia como o que, em parte, se verificou nos EUA).^{84 85}

⁸³ "Wall Street is essentially floating *on* a sea of mathematics and computer power," PATTERSON, Scott, autor do livro "The Quants", em declaração à FCIC, evidenciado a crescente dependência do setor financeiro em relação a analistas matemáticos, que desenvolvem produtos financeiros e aplicações de gestão de títulos cada vez mais complexos.

⁸⁴ Este fenómeno pode ser analisado em mais detalhe em BOLTON, Patrick, FREIXAS, Xavier and SHAPIRO, Joel, 2009, *The Credit Ratings Game*, Working Paper, Princeton University; Mathis et al. (2009) e BAR-

O parâmetro reputacional que visa proteger a integridade das notações tem um efeito contrário ao esperado: a integridade das notações funciona em contraciclo com a economia. Com efeito, as emissões de títulos em períodos de expansão têm uma maior capacidade de absorção no mercado e uma menor probabilidade de incumprimento pelo que nesta fase o investimento interno no incremento da qualidade e modelo das notações de risco é desincentivada.⁸⁶ Também as receitas das Agências de Notação sobem consideravelmente nestes períodos atenta a quantidade de títulos e produtos de investimento emitidos sujeitos obrigatoriamente a notação. Para além dessas receitas, as Agências de Notação prestam um conjunto de serviços complementares que se afiguram bastante lucrativos, nomeadamente serviços de consultoria conexos com produtos de investimento. Assim, existe uma tentação das Agências de Notação de Risco em inflacionar as suas notações ou a desconsiderar determinados riscos para permitir que a “festa” continue até ao limite possível, maximizando a sua posição no mercado e as suas receitas. BAR-ISAAC e SHAPIRO enunciam com desassombro que se uma “Agência de Notação de Risco antecipa que os períodos de expansão não vão continuar indefinidamente e se esperam tempos de maior contenção no futuro, as Agências de Notação podem procurar tirar partido ao máximo da sua reputação [degradando-a] em períodos de expansão e voltar a construir a sua reputação em tempos de crise (quando é relativamente barato fazê-lo)”.

Para além do descrito, não podemos olvidar que qualquer agência de notação de risco, que não publicasse as notações pretendidas pelos emitentes, estava sujeita a que estes consultassem outra agência de notação de risco, publicando apenas a notação mais favorável. Este fenómeno de *rating shopping* não pode ser ignorado e é uma manifestação clara das deficiências do modelo emitente-pagador.⁸⁷ No entanto,

ISAAC, HESKI and SHAPIRO, JOEL D., “Ratings Quality Over the Business Cycle”, 2010, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1723259>

⁸⁵ ASHCRAFT, ADAM, GOLDSMITH-PINKHAM, PAUL e VICKERY JAMES, “MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, disponível em http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr449.pdf

⁸⁶ Vários estudos mostram que, em períodos de expansão, os analistas mais capazes das Agências de Notação de Risco trocam o seu trabalho por ofertas em Wall Street, normalmente mais lucrativas.

⁸⁷ TOM MCGUIRE, antigo diretor da Moody’s, afirmou que se a “Moody’s e um banco cliente não têm a mesma visão, o Banco pode ajustar os números ou tentar a sua sorte com um concorrente como a Standard & Poors.” Artigo intitulado “Triple-A Failure” publicado na New York Times Magazine em 27 de

estudos recentes apontam para um outro fator pouco explorado mas que pode ajudar a explicar a menor integridade das notações atribuídas aos produtos de investimento complexos. VASILIKI SKRETA e LAURA VELDKAMP estabelecem uma relação próxima entre o aumento da complexidade dos títulos de investimento e as notações tendenciosas emitidas pelas Agências de Notação de Risco. No seu estudo "Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation",⁸⁸ as Autoras defendem que, para títulos simples, as Agências de Notação de Risco emitem notações quase idênticas – em virtude de estes títulos serem fáceis de notar face ao historial e à implementação duradoura dos modelos de análise face aos títulos em causa - não havendo qualquer estímulo ao *rating shopping*, ao invés do que acontece nos produtos financeiros complexos. Nestes, a notação atribuída pode variar – atenta a maior dificuldade de avaliar o produto financeiro face à inexistência de modelos de análise adequados e, muitas vezes, à omissão de informações e documentos relevantes – criando um incentivo ao *rating shopping*. As Autoras referem ainda que existe um limiar de complexidade a partir do qual se atinge o ótimo para o *rating shopping*, criando uma inflação das notações atribuídas. Com efeito, referem que um emitente que efetue o *rating shopping* pode ser tentado a emitir produtos financeiros ainda mais complexos para ter um maior número de notações para escolher que sirvam os seus propósitos.

Acompanhamos as Autoras na verificação de que a crescente complexidade dos produtos de investimento notados foi um fator decisivo na criação dos incentivos errados por parte de todos os intervenientes do mercado: os Emitentes, que procuraram vender produtos que muitas vezes nem sequer conheciam as virtualidades, as agências de notação de risco, que viam as suas receitas crescer em proporção da complexidade e risco dos produtos notados e não curaram de transportar as omissões de dados e transparência para o mercado, e os investidores que se perderam na

abril de 2008. Artigo disponível em <http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html?pagewanted=all>

⁸⁸ SKRETA, Vasiliki e VELDKAMP, Laura, "Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 56(5), pp. 678-695, publicado inicialmente em 2009 mas seguimos aqui a versão revista em 2011 e disponibilizada em http://www.nber.org/papers/w14761.pdf?new_window=1

miríade dos acrónimos inventados por Wall Street e o seu batalhão de *quants*.⁸⁹ De facto, podemos verificar que os produtos de investimentos complexos têm uma taxa de *downgrade* muito superior aos títulos clássicos, bem como uma taxa de incumprimento muito superior a obrigações notadas com a mesma classificação. Da mesma forma, as MBS, cujos fatores de risco dispersos tornam o produto financeiro mais difícil de avaliar, têm sofrido *downgrades* em maior número do que outros títulos suportados por outras garantias que não hipotecas.⁹⁰

Os dados coligidos e aqui apresentados são radiografias gerais de como, direta ou indiretamente, ativa ou passivamente, por razões de sobrevivência ou por razões de expansão e consolidação, as agências de notação de risco e as suas administrações têm desempenhado um papel de distorção e manipulação de mercado. Existem inúmeras provas diretas de que as metodologias, os critérios e as classificações podiam ser ajustadas até satisfazer os melhores interesses de todos os envolvidos. Segundo comunicações obtidas pela SEC e pela FCIC, não só as agências notaram negócios que não compreenderam⁹¹, como usaram modelos de análises diferentes dos publicados para poderem notar alguns produtos e não perderem quota de mercado.

Perante todo o exposto, somos forçados a afirmar que a crise financeira planetária não foi um acontecimento inesperado mas sim um animal alimentado durante muito tempo pela generalidade dos agentes de mercado, com especial destaque e ganhos para as agências de notação de risco, com a conivência de muitos agentes políticos e públicos. Todavia e não obstante todos os diagnósticos, o clamor público contra as agências e a aparente vontade política de reformar o setor, verificamos que os problemas estruturais da atividade de notação de risco, *maxime* a dependência regulatória, mantêm-se virtualmente inalteradas.

⁸⁹ Ver o artigo do Wall Street Journal de 22 de janeiro de 2010, "The Minds Behind the Meltdown: How a swashbuckling breed of mathematicians and computer scientists nearly destroyed Wall Street", o qual pode ser consultado no sítio oficial do WSJ em <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704509704575019032416477138.html>

⁹⁰ MASON, Joseph R. and ROSNER, Josh, "Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions," 2007, disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1027475

⁹¹ Segundo uma analista, um negócio podia ser estruturado por vacas e mesmo assim a agência publicaria uma notação relativa ao mesmo. Ver "Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies," disponível em <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>

Até à próxima crise?