

OBEGEF – Observatório de Economia e Gestão de Fraude

WORKING PAPERS

#47

O papel das agências de
notação financeira na crise
do *subprime*



Maria Fernandes; Matilde Cardoso; Paulo Martins



OBEGEF
Observatório de Economia
e Gestão de Fraude

>> **FICHA TÉCNICA****O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO FINANCEIRA NA CRISE DO SUBPRIME**

WORKING PAPERS Nº 47 / 2015

OBEGEF – Observatório de Economia e Gestão de Fraude

Autores: Maria Alexandra Borges Fernandes¹; Matilde Rosa Ambrósio Cardoso²;
Paulo Sérgio Torres Martins³

Editor: Edições Húmus

1ª Edição: Julho de 2015

ISBN: 978-989-755-169-7

Localização web: <http://www.gestaodefraude.eu>

Preço: gratuito na edição electrónica, acesso por download.

Solicitação ao leitor: Transmita-nos a sua opinião sobre este trabalho.

Elaborado tomando como base um trabalho realizado no âmbito da disciplina de
Seminário de Economia, 3º ano da Licenciatura de Economia, FEP, Ano 2014/15

©: É permitida a cópia de partes deste documento, sem qualquer modificação, para utilização individual. A reprodução de partes do seu conteúdo é permitida exclusivamente em documentos científicos, com indicação expressa da fonte.

Não é permitida qualquer utilização comercial. Não é permitida a sua disponibilização através de rede electrónica ou qualquer forma de partilha electrónica.

Em caso de dúvida ou pedido de autorização, contactar directamente o OBEGEF (obegef@fep.up.pt).

©: Permission to copy parts of this document, without modification, for individual use. The reproduction of parts of the text only is permitted in scientific papers, with bibliographic information of the source. No commercial use is allowed. Not allowed put it in any network or in any form of electronic sharing. In case of doubt or request authorization, contact directly the OBEGEF (obegef@fep.up.pt).

¹ mariaborges.fernandes@gmail.com

² matilderosacardoso@gmail.com.

³ paulosergiotorresmartins@hotmail.com

>> **ÍNDICE**

Introdução	5
O papel das agências de notação financeira na crise do <i>subprime</i>	6
A história das agências de notação financeira	6
A evolução do desempenho das agências de notação financeira	7
A regulação das agências de notação financeira	10
As origens da crise do <i>subprime</i>	14
O desencadear da crise e a influência das agências de notação financeira	17
Conclusão	20
Bibliografia	22

>> RESUMO

O trabalho de investigação versa o papel das agências de notação financeira numa das maiores crises do início do século XXI – a crise do subprime. Através de uma análise da história das agências de rating, sobretudo das três irmãs, compreende-se a alteração do seu modo de funcionamento e capacidade de influência ao longo do tempo. Ver-se-á que o método de pagamento pelo serviço de avaliação do risco poderá constituir uma das variáveis chave do processo.

Se, por um lado, se verifica um aumento da regulação a que as agências de notação financeira estão sujeitas, por outro lado, a evidência empírica mostra que a gravidade da crise do subprime não reflete parte dos objetivos a que esta regulação se propõe.

>> ABSTRACT

The research work concerns the role of rating agencies in one of the biggest crises of the early 21st century – the subprime crises. Through an analysis of the history of rating agencies, especially the three sisters, we are able to understand the change in its functioning mode and its influence capacity throughout time. We can also see that the payment method involving risk evaluation service could constitute one of the variables of the process key. If, on the one hand, we are able to verify an increase on the regulations to which rating agencies are bound to obey, on the other hand, the empirical evidence shows that the seriousness of the subprime crisis does not reflect on part of the goals that this regulation was designed to achieve.

>> INTRODUÇÃO

No dia 15 de setembro de 2008, depois de uma perda de 2,7 mil milhões de euros no primeiro semestre, o Lehman Brothers decretava falência. Era, na altura, o quarto maior banco de investimento dos Estados Unidos da América (EUA). Para o exterior, a mensagem transmitida pelos responsáveis era de que a crise do *subprime* tinha sido a principal causadora e que os problemas com os ativos considerados “tóxicos” já duravam há algum tempo. No entanto, até à altura do colapso, as três mais importantes agências de *rating* dos EUA¹ e internacionais classificavam o banco positivamente e como “Investimento”.

É neste contexto de crise que as agências de *rating* vivem o momento mais controverso desde a sua criação. Esta mesma crise, que atingiu o seu expoente máximo com a falência do Lehman Brothers em 2008, tem origens muito mais remotas e que se relacionam intrinsecamente com o sistema bancário e económico que se foi construindo nos EUA.

Foi a pensar nesta sequência de acontecimentos e na ânsia de melhor os compreender que nos propusemos investigar o assunto, selecionar informação relevante e redigir o presente trabalho, sob orientação do Professor Carlos Pimenta, que, ao longo das aulas, incansavelmente nos ensinou a problematizar e a caminhar no sentido da procura de respostas aos seus desafios, às nossas questões e às incertezas da sociedade em geral acerca das agências de notação financeira.

Para além das respostas, ambicionamos aprender a pensar.

¹ As três mais importantes agências de *rating* dos EUA também são conhecidas como “três irmãs”. São elas a Moody's, a Standard and Poor's e a Fitch.

>> O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO FINANCEIRA NA CRISE DO SUBPRIME

A história das agências de notação financeira

No século XIX, a progressiva expansão da economia dos EUA aconselhava evoluções no que dizia respeito às trocas comerciais e àquilo que lhes estava associado.

À medida que o comércio se libertava das barreiras locais, os agentes envolvidos nas transações aumentavam e o grau de conhecimento e confiança entre eles diminuía. Sabendo os negociantes que o crédito era um instrumento que simplificava e fomentava a sua atividade, não estavam dispostos a dele prescindir por motivos de desconfiança nos seus clientes, pois tal poderia levar à sua perda e/ou ao decréscimo de receitas. Assim, emergia a necessidade de um mecanismo de salvaguarda e de quantificação do incumprimento esperado. Foi deste modo que surgiram as primeiras avaliações de risco, sobretudo visando pessoas singulares.

Contudo, o nascimento das agências de notação financeira com o formalismo como são hoje conhecidas remonta aos inícios do século XX. A sua história confunde-se com a da Moody's e da Standard and Poor's (S&P) – e da Fitch, posteriormente –, quando estas começaram a publicar classificações para *corporate securities* nos EUA. Apenas mais tarde este processo se estendeu a outros pontos do globo, bem como passou a incluir avaliações para os próprios países (Shreekanth Iyengar, 2012).

John Moody, nos inícios do século XX, deu um dos principais contributos, através da criação de uma escala de letras para simplificar o processo de análise de crédito, com o propósito de avaliar o risco das empresas de caminhos-de-ferro nos EUA (Delfim Vidal Santos, 2015).

A avaliação não é, porém, uniforme. Apesar dos traços comuns às principais agências, há aspetos que diferem, como citado em Federal Reserve Bank of New York – Staff Reports (2008):

Enquanto a Fitch e a S&P avaliam a capacidade geral de um devedor conseguir consumir a sua obrigação financeira, e são, consequentemente, mais úteis para obter estimativas da probabilidade de incumprimento, a análise da Moody's incorpora também uma avaliação da recuperação no evento de perda. No que respeita à gestão de riscos de crédito, a S&P mede a PI (probabilidade de incumprimento), enquanto a medida da Moody's é algo mais equacionado às PE (perdas esperadas). (BCBS, 2000)²

² «Whereas Fitch and S&P evaluate an obligor's overall capacity to meet its financial obligation, and

A evolução do desempenho das agências de notação financeira

Se a forma como nasceram as agências de *rating* é importante, é-o igualmente a evolução do seu desempenho, que pode auxiliar a explicação e a compreensão da sua influência na economia em geral e na crise do *subprime* em particular.

Em 2007 e 2008, logo após o eclodir da crise económica, verificou-se a descida do *rating* de milhares de títulos, levando os agentes económicos a questionarem-se sobre a veracidade das avaliações feitas antes de 2007: teriam sido estas demasiado favoráveis?

Um ponto essencial a abordar para compreender a existência ou a inexistência de conflitos de interesse nas agências de *rating* é a sua forma de remuneração, visto que estamos a falar de empresas privadas com fins lucrativos. Existem dois modelos de financiamento das agências de *rating*: *investor-pay model*, em que o pagamento pelo serviço cabe aos investidores com interesse nas informações recolhidas pelas agências, e *issuer-pay model*, em que o pagamento é feito pelas próprias entidades (empresas ou países) que são avaliadas.

Inicialmente, as agências de *rating* eram financiadas de acordo com o *investor-pay model*, implementado por John Moody, em 1909. No entanto, por volta de 1970, as três irmãs alteraram a sua forma de financiamento, passando esta a estar de acordo com o *issuer-pay model*.

Esta alteração do modo de financiamento deveu-se, essencialmente, a quatro motivos:

- Popularização das máquinas fotocopadoras, em 1970;³
- Falência da Penn Central Transportation Company, em 1970;
- Regulações bancárias nos EUA que proibiam investimentos em títulos de grau especulativo aos bancos (atualmente, *junk bonds*), desde 1936 (apenas estavam autorizados a investir em títulos que viessem reconhecidos nos manuais de *rating*, na altura detidos apenas pelas três irmãs);

hence is best through of as an estimate of probability of default, Moody's assessment incorporates some judgment of recovery in the event of loss. In the argot of credit risk management, S&P measures PD (probability of default) while Moody's measure is somewhat closer to EL (expected loss).» (BCBS, 2000)

³ Inicialmente, os investidores compravam assinaturas para receberem pelo correio os manuais com as informações estatísticas e financeiras sobre os diversos setores da indústria, produzidos pelas agências de *rating*. Com a popularização das máquinas fotocopadoras, esta informação passou a estar ao alcance de uma simples fotocópia, extinguindo-se a necessidade de pagar para ter acesso.

- Mercado com dois-públicos (*two-sided market*), em que tanto os investidores como os emissores podiam pagar pela informação.

O modo de financiamento levanta uma questão importante na ordem da existência de conflitos de interesse nas agências de *rating*: será que estas emitem o mesmo *rating* sobre um mesmo ente ou título, independentemente de quem está a pagar pelo serviço (um investidor ou o próprio emitente dos títulos)? Ou será que o resultado está de encontro com os interesses de quem paga pelo serviço?

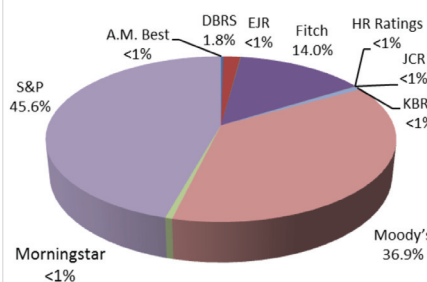
De acordo com John Xuefeng Jiang (2012), a Moody's começou a cobrar aos emissores em 1970, enquanto a S&P apenas o começou a fazer em 1974. O que se verificou neste período de tempo foi que as avaliações feitas pela S&P eram inferiores, em média, às feitas pela Moody's. No entanto, entre 1974 e 1978 (período em estudo), as avaliações feitas pela S&P deixaram, em média, de ser inferiores às da Moody's.

Falemos, também, do chamado *rating shopping*, ou seja, “compra” de *rating* de acordo com o melhor custo-benefício. Aqui, a ideia base é a de que, caso uma entidade não fique satisfeita com o *rating* que lhe é atribuído por uma determinada agência, pode sempre procurar a avaliação junto de outra agência e, assim, “comprar” a avaliação que lhe for mais favorável. Com efeito, podemos questionar-nos sobre se as agências de *rating* atribuem avaliações elevadas desde o início do processo, de modo a assegurar potenciais clientes.

Outro ponto, não menos importante, é a existência pouco expressiva de concorrência no mercado de avaliação de títulos. A partir de 1975, em consequência da falência da Penn Central, a U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) estabeleceu regulamentações que exigiam que os títulos fossem classificados por agências de *rating* nacionalmente reconhecidas (Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO) e de imediato incluiu a Moody's, a Fitch e a S&P nesta categoria. Atualmente, existem dez agências nesta categoria: A.M. Best Company, Inc.; DBRS, Inc.; Egan-Jones Ratings Co.; Fitch, Inc.; HR Ratings de México, S.A. de C.V.; Japan Credit Rating Agency, Ltd.; Kroll Bond Rating Agency, Inc.; Moody's Investors Service, Inc.; Morningstar Credit Ratings, LLC; e Standard & Poor's Ratings Services.

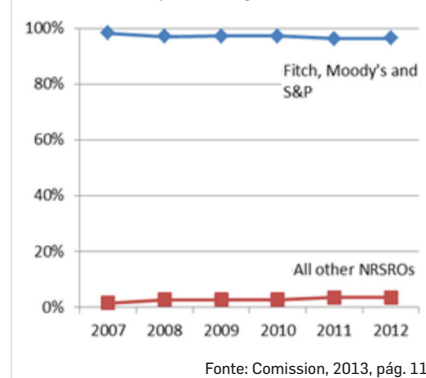
De acordo com o Annual Report on Nationally Recognized Statisti-

Figura 1 - Ratings emitidos por cada uma das NRSRO, em 2013, em percentagem



Fonte: Comission, 2013, pág 10

Figura 2 - Evolução da emissão de ratings por cada uma das NRSRO entre 2007 e 2012, em percentagem



cal Rating Organizations (NRSRO) de dezembro de 2013, durante o ano referido, a S&P emitiu 1 143 300 dos ratings emitidos, a Moody's 123 363 e a Fitch 350 370, o que dá à S&P um domínio de 45.6% do mercado, à Moody's 36.9% e à Fitch 14%. Repare-se na clara supremacia das três irmãs que, juntas, dominam o mercado mundial de avaliação de títulos, ao serem responsáveis por 96.5% dos ratings emitidos durante 2013.⁴

Como refere Delfim Vidal Santos (2015), "O mercado concorrencial não existe ou, no mínimo, afigura-se incompleto face à influência exercida pelas *Big Three* na alocação de capital pelos investidores transnacionais. (...) 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."

Juntando a estes dados o facto das três agências serem norte-americanas, chegamos a outra importante questão: serão estas agências mais benevolentes nas avaliações das empresas ou até mesmo na avaliação da própria dívida pública americana?

Convém referir que as agências de *rating* têm uma reputação a manter, de modo a serem aceites pelo mercado. Logo, é justo concordar que estas empresas pretendem ser vistas como honestas e imparciais pelos agentes económicos e não como facilitadoras de avaliações. Ainda assim, vão-se ouvindo algumas vozes que, crescentemente, as põem em causa.

Tendo em conta que as suas avaliações servem de orientação aos agentes e ao seu modo de atuação, depreende-se que o mercado depende das agências de *rating*. Aliás, desde 1930 que existem leis e regulamentos diversos que conferem importância aos ratings como elemento de maior segurança.

⁴ Fonte das figuras 1 e 2: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep1213.pdf>.

A regulação das agências de notação financeira

A regulação das agências de *rating* começou a ter maior impacto durante o século XX, embora de um modo menos exigente que aquele que se pratica hoje em dia. Medidas como a proibição dos bancos norte-americanos de investirem em títulos de grau especulativo, a partir do final da década de 30, ou a exigência de que os títulos fossem classificados por agências de *rating* nacionalmente reconhecidas, pela U.S Securities and Exchange Commission (SEC), em 1975, são alguns exemplos dessa regulação, já existente antes do início do novo milénio.

Nos finais do século XX, concretamente em 1983, foi criada a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO), que está dividida em oito comités, sendo o Comité 6^o dedicado às agências de notação financeira.

No entanto, apenas no século XXI as agências de *rating* assistiram a um enorme aumento da regulação da sua atuação no mercado.

Em 2003, o Comité Técnico da IOSCO publicou a Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies.

Os Princípios foram projetados para serem uma ferramenta útil para as autoridades reguladoras de valores mobiliários, as agências de *rating* e outros que desejem articular os termos e condições sob os quais as CRA (Agências de Informação Comercial) operam e a maneira através da qual os pareceres das CRA devem ser usados por intervenientes no mercado. (IOSCO. "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies." The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, December 2004).⁶

Estes Princípios tinham como objetivo que as agências de *rating* e os vários agentes de mercado se esforçassem, de modo a melhorar a proteção e equidade dos investidores, a transparência e eficiência dos *securities markets* e a reduzir o risco sistémico. Contudo, a forma como estes Princí-

⁵ "Committee 6 evaluates regulatory and policy initiatives affecting credit rating agency activities and seeks cross-border regulatory consensus for dealing with issues relating to their activities. Recent work includes the publication of recommendations for establishing and operating supervisory colleges for credit rating agencies and the report on *Credit rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest*." (https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=17).

⁶ «The Principles were designed to be a useful tool for securities regulators, rating agencies and others wishing to articulate the terms and conditions under which CRAs operate and the manner in which opinions of CRAs should be used by market participants.» (IOSCO. "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies." The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, December 2004).

pios deveriam ser implementados nas várias agências de *rating* foi deixado em aberto.

Em dezembro de 2004, foi criado o Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, aprovado pela IOSCO. Este código, aplicável a qualquer agência de *rating*, assim como a qualquer empregado de uma agência de *rating*, quer a tempo inteiro, quer a tempo parcial, é composto por três secções:

1. Qualidade e Integridade do Processo de *Rating*;
2. Independência das Agências de *Rating* e Prevenção dos Conflitos de Interesse;
3. Responsabilidade das Agências de *Rating* para com os Agentes Económicos.

Este código teve como principal objetivo servir de modelo à conduta das agências de *rating*.

Em setembro de 2006, foi publicado o Credit Rating Agency Reform Act of 2006.

O intuito do “Ato para a Reforma das Agências de Rating” (“o Ato”) é aperfeiçoar a qualidade dos processos de *rating* de forma a proteger os investidores e o interesse público, fomentando para isso a responsabilidade, a transparência, e a concorrência na indústria de *rating*. (Credit Rating Agency Reform Act of 2006)⁷

Em junho de 2008, a SEC, através das Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, propôs alterações às regras das agências de *rating* nacionalmente reconhecidas (Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO), de modo a impor-lhes requisitos adicionais, tendo em conta a preocupação existente no mercado desde o desencadear da crise em relação à integridade dos seus procedimentos e metodologias de determinação dos *ratings*.

Em junho de 2010, foi adotado o Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

O Congresso considera o seguinte: (1) Devido à importância universal das notações financeiras e da confiança depositada nas notações financeiras e investidores e autoridades reguladoras financeiras individuais e institucionais, as atividades e desempenhos das agências de *rating*, incluindo as organizações de notação estatística reconhecidas nacionalmente, são assuntos do interesse público nacional, uma vez que as agências de *rating* são fundamentais para a formação de capital, para a confiança dos investi-

⁷ «The purpose of the “Credit Rating Agency Reform Act” (“the Act”) is to improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating industry.» (Credit Rating Agency Reform Act of 2006)

dores, e para o desempenho eficiente da economia dos Estados Unidos. (2) As agências de rating, incluindo as organizações de notação estatística reconhecidas nacionalmente, desempenham um papel crítico de “guardiães” no mercado de débito que é funcionalmente semelhante ao dos analistas de valores mobiliários, que avaliam a qualidade dos valores mobiliários no mercado acionário, e dos auditores, que reveem os balanços financeiros das firmas. Tal papel justifica um nível semelhante de responsabilidade e supervisão pública. (3) Dado que as agências de rating desempenham serviços analíticos e avaliativos em nome dos clientes, tal como outros “guardiães” financeiros, as atividades das agências de rating são fundamentalmente comerciais em termos de caráter e deverão ser sujeitas aos mesmos padrões de imputabilidade e supervisão que se aplicam aos auditores, aos analistas de valores mobiliários, e aos banqueiros investidores. (4) Em certas atividades, particularmente no que respeita ao aconselhamento de agentes de produtos financeiros estruturados com base nas potenciais notações de tais produtos, as agências de rating enfrentam conflitos de interesses que têm de ser cuidadosamente monitorizados e que, portanto, devem ser abordados explicitamente em legislação, de forma a conferir uma autoridade mais clara à Securities and Exchange Commission (Comissão para as Trocas e Valores Imobiliários). (5) No contexto da recente crise financeira, as notações dos produtos financeiros estruturados revelaram-se inexatas. Esta inexatidão contribuiu significativamente para a má gestão dos riscos por parte dos investidores e instituições financeiras, o que, por sua vez, teve um impacto adverso sobre a economia dos Estados Unidos e sobre a economia mundial. Tal inexatidão necessita de uma imputabilidade acrescida no que às agências de rating diz respeito. (Sec. 931, Findings, Subtitle C – Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies, Title IX – Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010)⁸

⁸ «Congress finds the following: (1) Because of the systemic importance of credit ratings and the reliance placed on credit ratings by individual and institutional investors and financial regulators, the activities and performances of credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, are matters of national public interest, as credit rating agencies are central to capital formation, investor confidence, and the efficient performance of the United States economy. (2) Credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, play a critical “gatekeeper” role in the debt market that is functionally similar to that of securities analysts, who evaluate the quality of securities in the equity market, and auditors, who review the financial statements of firms. Such role justifies a similar level of public oversight and accountability. (3) Because credit rating agencies perform evaluative and analytical services on behalf of clients, much as other financial “gatekeepers” do, the activities of credit rating agencies are fundamentally commercial in character and should be subject to the same standards of liability and oversight as apply to auditors, securities analysts, and investment bankers. (4) In

A supervisão e as linhas orientadoras do sistema financeiro à escala mundial não cessam neste ponto. Os três Acordos de Basileia, divulgados e implementados até à data, são disso exemplo.

Basileia I pretendia “assegurar uma maior estabilidade do sistema bancário” e “uniformizar as regras do jogo, impedindo desequilíbrios anti-concorrenciais” (Delfim Vidal Santos, 2015).

À medida que o sistema financeiro evoluiu, a necessidade de um Novo Acordo de Basileia, adequado às alterações verificadas, foi emergindo, tendo sido publicado, em junho de 2004, Basileia II. Os três pilares em que assentava concerniam a:

1. requisitos mínimos de fundos próprios a deter pelas instituições bancárias;
2. supervisão sobre as instituições bancárias;
3. disciplina de mercado.

A revisão de objetivos, sobretudo após a crise financeira internacional, culminou, em dezembro de 2010, na publicação do Acordo de Basileia III, cujas metas se resumem à nova definição de capital e maior transparência, às novas proteções contra-cíclicas e à introdução de um índice de alavancagem.⁹

Como escreveu Camões, “todo o mundo é composto de mudança”. Com efeito, segundo notícias provenientes da empresa KPMG, o Acordo de Basileia IV está a ser estudado, vindo colmatar possíveis falhas dos seus antecessores.

Verifica-se, assim, a existência de regulação no que diz respeito à conduta das agências de *rating*. No entanto, falta monitorização das mesmas e, sobretudo, arcar consequências em situações que originem efeitos como os verificados com a crise de 2008, no caso do poder judicial lhes atribuir responsabilidades.

certain activities, particularly in advising arrangers of structured financial products on potential ratings of such products, credit rating agencies face conflicts of interest that need to be carefully monitored and that therefore should be addressed explicitly in legislation in order to give clearer authority to the Securities and Exchange Commission. (5) In the recent financial crisis, the ratings on structured financial products have proven to be inaccurate. This inaccuracy contributed significantly to the mismanagement of risks by financial institutions and investors, which in turn adversely impacted the health of the economy in the United States and around the world. Such inaccuracy necessitates increased accountability on the part of credit rating agencies.» (Sec. 931, Findings, Subtitle C – Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies, Title IX – Investor Protections and Improvements to the Regulation of Securities, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010)

⁹ Ver <http://www.bis.org/bcbs/history.htm>.

As origens da crise do subprime

O Relatório do Senado dos EUA (2011) apresenta alguns dos acontecimentos bancários que antecederam o desencadear da crise e que contribuíram decisivamente para o desfecho que esta teve.

O sistema bancário e a organização do mesmo nos EUA sofreram várias alterações a partir dos anos 90. Até esta data, este sistema era maioritariamente constituído por bancos de pequena e média dimensão, locais e regionais, o que levava a índices de correlação pouco elevados entre si e com a economia. Assim, a falência de um destes bancos não era uma ameaça representativa para a economia norte-americana e a regulação por parte das autoridades tornava-se mais simples. O grande número de instituições promovia, também, a concorrência e a eficiência por parte das mesmas, o que acabava por beneficiar os consumidores.

Entre 1994 e 2004, várias alterações na legislação americana vieram modificar de forma profunda este sistema. As instituições puderam expandir-se geograficamente com mais facilidade, acabando por assumir importância nacional, passando a praticar um maior número de atividades, como a função de seguradoras, e transacionando produtos financeiros de elevada complexidade (que irão ser abordados adiante), sendo os Credit Default Swaps (CDS's), os Collateralized Debt Obligation (CDO's) e as Mortgage-Backed Securities (MBS's) os que foram assumindo crescente importância.

No entanto, a alteração que acabou por ter uma maior importância acabou por ser a decisão do Departamento do Tesouro dos EUA, ao incentivar os bancos a deterem mais crédito hipotecário classificado pelas agências de *rating* como "Investimento". Assim, o sistema bancário ficava centralizado e surgiam as denominadas instituições "*too big too fail*", que transacionavam, entre si e com o exterior, produtos financeiros complexos e com elevado risco.

Ao mesmo tempo, o mercado de crédito bancário sofria alterações significativas. Pelo que os investigadores do Senado norte-americano puderam averiguar, a partir dos anos 70 as instituições bancárias passaram a utilizar uma prática que as ajudava a contornar os rácios de capital pelos empréstimos concedidos que eram obrigadas a deter. Esta prática consistia na venda dos direitos a receber, o reembolso do crédito e respetivos juros a outra instituição, transferindo, assim, o risco e equilibrando o balanço, ao mesmo tempo que os recebimentos da venda serviam para a concessão de novos créditos. Este processo foi evoluindo para algo denominado de "Securitization", que consiste em agrupar vários tipos de passivos financeiros

ros, convertendo-os em títulos padronizáveis e negociáveis nos mercados de capitais nacionais e externos (Wikipédia, “Securization”).

Segundo Marcelly Gullo (2014), o valor em alta dos imóveis que se acentuou entre 1997 e 2006, bem como as baixas taxas de juro instauradas pelo Governos dos EUA em 2001, de forma a estimular a economia, contribuíram para uma expansão do mercado de crédito. As instituições financeiras começaram, então, a assumir estratégias mais arriscadas, as denominadas High Risk Mortgages, ao emprestarem, agora, a indivíduos que não ofereciam garantias financeiras suficientes, como, por exemplo, estarem desempregados ou já endividados, cobrando juros mais elevados. Os clientes passaram a ser divididos em três grandes categorias: os *prime*, aqueles que possuíam rendimentos elevados e que ofereciam garantias de cumprirem com as suas obrigações, os clientes *Alt-A*, com probabilidade média de cumprimento das obrigações, e, por fim, os *subprime*¹⁰, que, ao representarem alto risco de incumprimento, acabariam por ficar associados à denominação atribuída a esta crise. Esta mistura de níveis de risco representava alguma margem de segurança para as instituições, tal como nas Home Equity Loans (um crédito de risco muito frequente nos anos que antecederam a crise), em que a habitação para a qual era atribuído o crédito ficaria como colateral em caso de incumprimento, ou seja, caso o contraente entrasse em dívida, a instituição ficaria com a habitação e vendê-la-ia posteriormente. No entanto, isto só funcionava enquanto os preços das habitações continuassem com tendência ascendente.

Assim, entre 2000 e 2006, os créditos de risco concedidos passaram de 125 biliões de dólares para 1 trilhão¹¹, sendo que, em 2007, 59% dos empréstimos já eram utilizados para financiar empréstimos anteriores em vez da aquisição de novas casas.

De forma a diluir o risco, os processos de “Securization” intensificaram-se. Segundo Andreas Jobst (2008), o processo era constituído por dois importantes passos: no primeiro, a instituição detentora dos empréstimos identificava aqueles que queria remover dos seus balanços e juntava-os numa chamada carteira/portefólio de referência. Posteriormente, este conjunto de ativos era vendido para um emissor, em geral um “Special Purpose Vehicle”, criado em exclusivo para esta função por parte de uma instituição financeira que fazia o seu tratamento legal e contabilístico. No segundo passo, o emissor financiava a aquisição dos ativos, emitindo as Residencial Mortgage-Backed Securities (RMBS), que eram vendidas aos investidores no

¹⁰ Ficaram também conhecidos como créditos NINJA, por serem concedidos a pessoas com no Income, no Jobs or Assets.

¹¹ Biliões e triliões americanos.

mercado de capitais. Estes recebiam uma taxa de juro fixa ou variável, paga pelos fluxos de caixa gerados pelo portefólio, chamada taxa de cupão. As Residencial Mortgage-Backed Securities eram divididas por tranches, conforme o *rating* atribuído pelas três principais agências de *rating* dos EUA. Para as instituições financeiras, este processo, além de equilibrar o balanço e transferir o risco para os investidores, como referido, significava, também, a oportunidade de transformar ativos ilíquidos (já que, em média, os créditos à habitação demoravam trinta anos a serem vencidos) em líquidos com a sua venda imediata.

Em 2002, o Departamento do Tesouro atribuiu um maior grau de liberdade às instituições, bem como uma maior influência às agências de *rating* pois, agora, as instituições decidiam o rácio entre as RMBS e o seu capital, consoante o *rating* atribuído pelas agências às RMBS. Simultaneamente, tornou as instituições menos prudentes e as agências otimistas em demasia.

As inovações nos produtos financeiros foram, também, determinantes para a crescente importância das agências de *rating*. Com os produtos a tornarem-se tão complexos em mercados não regulados, num fenómeno designado por “Structured finance”, muitas vezes a única forma dos investidores saberem o que comprar dependia exclusivamente dos *ratings* atribuídos. Para além das Residencial Mortgage-Backed Securities, também os CDS's e CDO's assumiram relevante importância.

Os CDS's são um seguro que cobre o incumprimento de uma dívida por parte de um terceiro. O comprador do CDS fica vinculado a um pagamento periódico ao seu vendedor e, em troca, este fica vinculado ao pagamento de determinada importância acordada entre os dois quando um terceiro entrar em incumprimento (Investopédia, “Credit Default Swaps”). Uma vez que o montante acordado podia ser superior ao valor coberto, os CDS's rapidamente se tornaram num dos principais veículos de especulação financeira, com a sua aquisição a ser efetuada sempre que se esperava que um terceiro entrasse em incumprimento. Os CDO's são, também, um produto financeiro complexo, que se caracteriza por ser constituído por portefólios de ativos, entre os quais podemos ter RMBS e MBS ou *corporate bonds*. Tal como os RMBS, também os CDO's são divididos em tranches, consoante a classificação atribuída pelas agências de *rating* (Investopédia, “Collateralized Debt Obligations”). Estes ativos financeiros complexos e de alto risco eram, na sua maioria, vendidos por bancos de investimento, que serviam de intermediários entre os emissores e os investidores espalhados pelo mundo. Os RMBS eram vendidos em ofertas públicas e os CDO's eram vendidos em ofertas privadas. Os bancos de investimento tentavam manter este mercado o mais líquido possível, preenchendo quer a oferta quer a procura. Para além

disso, os bancos detinham nos seus portefólios muitos destes ativos em estratégias *hold*.

O Relatório do Senado é conclusivo ao considerar que existiu falta de controlo do Governo dos EUA, sobretudo na regulamentação das transações destes ativos compostos por créditos hipotecários entre as instituições. Adianta que as ações do Governo nos anos que antecederam a crise contribuíram para agravar ainda mais a situação. As empresas Fannie Mae e Freddie Mac, de capital garantido pelo Governo dos EUA, providenciavam um mercado secundário para os créditos de alto risco, de forma a encorajar a expansão deste mercado.

O desencadear da crise e a influência das agências de notação financeira

As agências de *rating* foram um apoio fundamental para o processo de “Securitization” e para a venda dos produtos complexos e de alto risco (CDO’S e RMBS) por parte das instituições financeiras norte-americanas para investidores de todo o mundo. Assentes na reputação e credibilidade obtidas ao longo da sua história, as três irmãs classificam as tranches destes produtos complexos em três tipos principais: as *Seniores*, que recebiam a notação máxima (triplo A ou equivalente), as *Mezzanine*, com notação intermédia de AA ou BB (ou equivalente) e, por fim, as *Junkou*, vulgo “Lixo”, que recebiam as classificações mais baixas. No entanto, e ao contrário do que geralmente acontecia (os *ratings* mais elevados eram atribuídos a produtos financeiros de baixo risco e com baixas taxas de retorno), os *ratings* mais elevados eram agora atribuídos a tranches constituídas por produtos complexos de alto risco e com taxas de retorno elevadas, o que constituía, assim, uma tremenda “inovação financeira”, que se tornou na principal fonte de atração dos investidores. Aliás, o Relatório do Senado realça que a venda destes produtos seria extremamente difícil sem o apoio das agências de notação financeira, uma vez que a tendência é de que os investidores atribuam cada vez mais importância à notação, consoante o maior desconhecimento e a complexidade do produto.

O período compreendido entre 2004 e 2007 representou um acréscimo recorde em número de *ratings* atribuídos por parte destas três agências para RMBS e CDO’s, o que, ao mesmo tempo, significou um aumento das suas receitas nesta área (de cerca de 3 biliões de dólares em 2002 para 6

bilhões em 2007¹²), uma vez que o preço cobrado por elas se tornou significativamente mais elevado.

O processo de *rating shopping* acentuou-se durante estes anos, devido à constante pressão por parte dos bancos de investimento para que os *ratings* atribuídos fossem os mais elevados. Os bancos de investimento e as instituições semelhantes estavam dependentes das agências de *rating* por duas principais razões: a primeira era garantir a venda dos seus produtos financeiros, tornando-os virtualmente atrativos para os investidores, e a segunda razão, que foi assumindo uma importância significativa com o desenrolar da crise, era a garantia de que as instituições cumpriam a regulamentação existente, uma vez que o número destes produtos que podiam deter era determinado pelo *rating* dos mesmos. O *rating shopping* e a tentativa de conquistar quota de mercado por parte das agências levou a que, entre 2004 e 2007, a maioria dos CDO's e RMBS em circulação estivessem classificados em triplo A ou equivalente, enquanto que, na realidade, o nível de risco associado era muito superior.

A partir do ano de 2004, e com o aumento das taxas de juro norte-americanas, surgiram muitas situações de incumprimento por parte dos contraentes dos empréstimos e o sistema começava a desmoronar-se. Dos créditos *subprime*, nada haveria para ser reavido pelas instituições, uma vez que os contraentes possuíam pouco ou nenhum património, e das Home Equity Loans, as instituições ficaram com as habitações como colateral e colocaram-nas à venda, agravando a espiral recessiva no mercado imobiliário e provocando uma queda abrupta no preço das habitações. Apesar da instabilidade nas instituições financeiras, só no final de 2006 as agências de notação financeira baixaram o *rating* atribuído aos produtos derivados do processo de "Securization", sendo que, em 2007, esta diminuição dos *ratings* foi generalizada e ainda mais agravada (em 2010, cerca de 90% das RMBS que em 2006 tinham *rating* máximo haviam sido despromovidas a "Lixo"). Esta reação tardia deveu-se, novamente, à pressão que as instituições financeiras exerceram, de forma a evitar que entrassem em incumprimento das normas em vigor, bem como a uma tentativa de ainda se "desfazerem" das RMBS e dos CDO's. Com a desvalorização destes produtos e com a entrada em incumprimento dos seus emissores, os detentores de CDS's ativaram-nos, o que agravou ainda mais a situação das instituições financeiras que tinham a responsabilidade de "segurar" o prejuízo dos investidores, uma vez que estas não se precaveram para enfrentar esta possibilidade.

¹² Bilhões americanos.

Como tanto as instituições como os governos e os investidores individuais de todos os países que detinham produtos financeiros deste género acabaram por ser afetados, a crise globalizou-se.

Provado que as agências de *rating* tiveram um desfecho decisivo na crise do *subprime*, surgiu uma questão sobre se deveria ou não existir uma agência pública, que não servisse os interesses de privados e que fosse mais facilmente regulada. Segundo um trabalho de Diana Crumley (2012), uma agência de *rating* pública iria acabar por ser conduzida por interesses públicos, nomeadamente no que consta à atribuição do *rating* para a sua dívida pública, pelo que não anularíamos o problema dos conflitos de interesse. A credibilidade também é uma barreira para a entrada de novas agências, quer públicas ou privadas, uma vez que seria extremamente difícil ganhar a confiança dos investidores, tendo em conta os longos anos de história das três irmãs.

>> CONCLUSÃO

As agências de notação financeira surgiram com um propósito utilitarista e de intermediação entre produtores/vendedores e consumidores/compradores, no sentido da melhoria da eficiência das trocas estabelecidas entre estes agentes.

Ao longo do tempo, ao comprovarem-se os benefícios resultantes da atividade de avaliação do risco de crédito, o interesse aumentou, deixando de ser necessário os beneficiários (investidores) pagarem pelo serviço, uma vez que as entidades avaliadas se responsabilizaram por este pagamento. A alteração do *investor-pay model* para o *issuer-pay model* pode ter sido um passo importante para o cenário que observamos hoje em dia. Enquanto que, no primeiro, dificilmente os investidores individuais teriam capacidade para influenciar as avaliações que compravam, no segundo modelo o mesmo procedimento parece-nos mais acessível. O interesse supremo de credibilidade das agências de notação financeira pode, deste modo, ter sido abalado por outros (des)valores que se levantaram.

A regulação a que as agências de notação financeira estão sujeitas afigura-se insuficiente face aos dados analisados de situações em que a sua falta de imparcialidade é notória, nomeadamente a discrepância entre as avaliações feitas antes e após a crise do *subprime*, para intervalos de tempo próximos.

Por outro lado, a conduta das agências foi agravada pela evolução estrutural do sistema bancário, que deixou de ser composto por muitas instituições de pequena dimensão para albergar menos instituições de maior dimensão.

A este conjunto de tendências somam-se o incentivo do Departamento do Tesouro dos EUA aos bancos para que detivessem mais crédito hipotecário, a utilização de novos e complexos instrumentos financeiros, a sobreavaliação dos *ratings* emitidos pelas agências de notação financeira e a concessão de crédito de alto risco, que resultaram numa crise que se estendeu globalmente.

Sendo difícil mensurar a importância que as agências de notação financeira têm na economia e sendo igualmente difícil regulá-las de forma adequada pelos conflitos de interesse que as envolvem – até porque a sociedade tende a seguir um movimento de massas, *i.e.*, mesmo tendo conhecimento de que as avaliações podem estar afastadas das corretas, segui-las-á por saber que a maioria dos agentes vai proceder desse modo e, em consequência,

transformar a realidade para a previamente avaliada –, é imperioso informar e esclarecer de forma conveniente todos os agentes envolvidos.

Quanto menos conhecimento a sociedade em geral tiver do modo de funcionamento do sistema financeiro e monetário, maior será a necessidade de recorrer exclusivamente às considerações das agências de notação financeira.

Tal como a Economia não funciona em Concorrência Perfeita, mas tem este modelo como orientação, também as informações das agências de notação financeira devem ser vistas como um guia e não como verdades absolutas, sob pena de consequências desastrosas que não devem ser esquecidas.

Este trabalho, pela argumentação que exigiu, permitiu-nos um pensamento mais esclarecido e uma visão mais ampla daquele que foi o papel das agências de notação financeira na crise do *subprime*. Estaremos necessariamente mais atentos à evolução da economia e ao eventual surgimento de uma situação semelhante. Desta vez, com um olhar crítico. Acreditamos que também assim se inicia a transformação da sociedade.

BIBLIOGRAFIA

- Ashcraft, Adam B., and Til Schuermann. *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*. Now Publishers Inc, 2008.
- Commission, U.S. Securities and Exchange. "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations." United States of America, 2013.
- Commission, U.S. Securities and Exchange. "Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations." United States of America, 2008.
- Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. "Credit Rating Agency Reform Act of 2006." United States of America: Senate, 2006.
- Conte, Elisabetta, and Federico Parmeggiani. 2008. "The Regulation of Credit Rating Agency Across USA and EU: Different Systems, Same Concerns."
- Crumley, Diana G. "Credit Rating Agencies & Conflicts of Interest." Faculty of the Graduate School of The University Of Texas, 2012.
- Efing, Matthias, and Harald Hau. 2013. "Structured debt ratings: evidence on conflicts of interest." *Swiss Finance Institute Research Paper* (13-21).
- Frank, Barney. "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act." Paper presented at the The Library of Congress, July, 2010.
- Gullo, Marcelly Fuzaro. "Agências De Rating E Os Impactos De Suas Atividades Sobre O Sistema Financeiro Mundial." *Boletim de Ciências Econômicas* (outubro 2014).
- IOSCO. "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies." *The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions* (December 2004).
- Iyengar, Shreekanth. "The Credit Rating Agencies – Are They Reliable? A Study of Sovereign Ratings." *Vikalpa* 17 (2012): 69.
- Jiang, John Xuefeng, Mary Harris Stanford, and Yuan Xie. 2012. "Does it matter who pays for bond ratings? Historical evidence." *Journal of Financial Economics* 105 (3):607-621.
- Jobst, Andreas. "Back to Basics – What Is Securitization?". *Finance & Development* 45, no. 3 (2008): 48.
- Santos, Delfim Vidal. *As agências de notação de risco e a crise financeira planetária*. Chiado Editora, 2015.
- Senate, US. "Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse." *Washington DC* (2011).
- White, Lawrence J. 2010. "Markets: The credit rating agencies." *The Journal of Economic Perspectives* 24 (2): 211-226.