

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

GABRIELA VASCONCELOS CAFFÉ ALVES

**RISK RATINGS DE EMPRESAS NACIONAIS E RETORNOS
UMA ANÁLISE COMPARATIVA**

Florianópolis, 2008.

GABRIELA VASCONCELOS CAFFÉ ALVES

RISK RATINGS DE EMPRESAS NACIONAIS E RETORNO

(UMA ANÁLISE COMPARATIVA)

**Monografia submetida ao curso de Ciências Econômicas da
Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito
obrigatório para a obtenção do grau de Bacharelado.**

Orientador: Prof. Dr. Fernando Seabra

Florianópolis, 2008.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

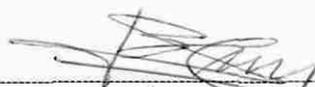
A banca examinadora resolveu atribuir a nota 9,0 à aluna Gabriela Vasconcelos Caffé Alves na disciplina CNM5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:



Profº Dr. Fernando Seabra

Presidente



Profº Dr. ~~Bárbara Barbosa Pereira~~

Membro



Profº Dr. Felipe Wolk Teixeira

Membro

*“Aos meus pais,
Mário e Luciana...
... com todo meu amor.”*

“Já não são os recursos que limitam as decisões. São as decisões que limitam os recursos”.
LI U THANT (1909-1974), Secretário-geral das Nações Unidas, de 1961 a 1971.

AGRADECIMENTOS

Embora o desenvolvimento de uma monografia, seja um trabalho individual, ele não é um trabalho solitário. Algumas pessoas foram importantes no decorrer desta atividade e foram cada um, de sua maneira, essenciais para que eu pudesse alcançar essa conquista.

Agradeço ao meu pai, Mário e a minha mãe Luciana, por sempre me apoiarem e se orgulharem de minhas escolhas.

Ao meu marido, Aluizio por esses anos de apoio e compreensão, e por ser tudo pra mim!

Aos meus irmãos André, Kauê e Bruninho, por tornarem minha vida mais feliz, só por existirem.

Ao meu avô Mário, que sempre me inspirou com seus fogos de artifício na sacada a cada nota 10 no boletim!

Às minhas três avós: Sônia, Sidônia e Maria José, por cuidarem das pessoas que mais amo.

À minha madrinha Maria Tereza, que possui um cantinho especial no meu coração.

À Tia Cris, por me fazer sentir que posso sempre contar com ela.

Às minhas amigas Ortiga, Ferret e Tai, pela amizade de todos esses anos e por serem mais que amigas...

À minha querida amiga Fernanda, pelo companheirismo na faculdade e também em minha vida.

Ao meu orientador Prof. Dr. Fernando Seabra, pelo incentivo e disposição.

Aos professores do curso de economia, por todo o aprendizado recebido.

Ao Sr. Benedito Oliveira da empresa Moody's América Latina, por sua disponibilidade.

Ao meu chefe Henrique e à minha supervisora Natália, pela compreensão e flexibilidade.

E a todos que de alguma forma torceram e torcem por mim.

RESUMO

Há um grande interesse científico e econômico, em avaliar os riscos intrínsecos em um investimento, e em tentar prever o comportamento do mercado. Assim, diante do desenvolvimento e maior integração entre os agentes de mercado, instituições e dispositivos que têm como propósito minimizar os transtornos gerados pela assimetria de informação são de muita importância. Um destes dispositivos é o *rating* de risco. O presente estudo constitui em uma análise que estuda os impactos gerados por uma mudança de *rating* emitidos pela agência Moody's para dez grandes empresas brasileiras e seus respectivos retornos.

A pesquisa contempla uma revisão teórica sobre risco, retorno e eficiência de mercado. É realizada uma abordagem sobre o processo de emissão de *ratings* por uma agência classificadora de risco. Por fim, estudos de eventos comparando a mudança de notas com preços dos ativos e seus excessos de retorno, além de dados estatísticos, fundamentam as conclusões do trabalho.

Palavras-Chave: *Rating*, Eficiência de Mercado, Retorno

ABSTRACT

There is a enormous scientific and economic interest in evaluating the intrinsic risk of an investment , and to try to predict the behavior of the market. Thus, facing the development and greater integration among the agents of the market, institutions & devices which have the purpose of minimizing the perturbation generated by the asymmetry of information, are of much importance. One of these devices is the rating of risk. The present work consists of an analysis regarding the impacts generated by a modification of rating issued by Moody's on ten big brazilian companies and its respective return.

The research concentrates on a theoretical revision on risk, return and market efficiency. This paper analyses the issueing of ratings by a risk classification agency. Additionally, a study of events comparing the change on the ratings in relation to the assets price and associated yields, is presented. Finally, statistical data justify my conclusions.

Words-Key: Rating, Market Efficiency, Return

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS	9
LISTA DE GRÁFICOS.....	9
LISTA DE TABELAS.....	10
1. INTRODUÇÃO.....	11
1.1. Problemática.....	12
1.2. Objetivos.....	12
1.2.1. Objetivo Geral.....	13
1.2.2. Objetivo Específico.....	13
1.3. Justificativa.....	13
1.4. Metodologia.....	14
2. RISCO E RETORNO NO MERCADO EFICIENTE: Uma abordagem Teórica. 16	16
2.1. Tipos de riscos.....	17
2.1.1. Risco de Mercado.....	17
2.1.2. Risco de Crédito.....	18
2.1.3. Risco Operacional.....	18
2.1.4. Risco Legal.....	19
2.1.5. Risco Sistemático e Não Sistemático.....	19
2.2. Eficiência de Mercado	22
3. RISK RATINGS E AS PRINCIPAIS AGÊNCIAS EMISSORAS..... 26	26
3.1. Usuários de <i>Ratings</i>	27
3.2. O processo de <i>rating</i> por uma agência classificadora de risco.....	28
3.2.1. Metodologia de <i>Rating</i> da empresa Moody's.....	30
3.2.2. Metodologia de <i>Rating</i> Standard&Poor's.....	35
3.2.3. Metodologia de <i>Rating</i> da Fitch	36
3.2.4. Breve comparação entre as três principais agências	37
4. ESTUDO DE EVENTOS: O Impacto da mudança de rating no retorno..... 41	41
4.1. Análise de Eventos por Preço das Ações	42
4.2. Análise de Eventos por Excesso de Retorno.....	48
5. CONCLUSÃO..... 53	53
6. REFERÊNCIAS	55
ANEXOS.....	57

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - A Redução do Risco pela diversificação.....	21
GRÁFICO 2 – Representação de uma curva de indiferença.....	22
GRÁFICO 3 – Comportamento do Preço do Ativo e a Mudança do <i>Rating</i>	42
GRÁFICO 4 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Aracruz Celulose S.A.....	43
GRÁFICO 5 - Rebaixamento de <i>Rating</i> e o preço das ações Brasil Telecom.....	43
GRÁFICO 6 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Brasil Telecom S.A.....	43
GRÁFICO 7 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Vale do Rio Doce.....	44
GRÁFICO 8 - Rebaixamento Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Vale	44
GRÁFICO 9 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Vale do Rio Doce 2.....	44
GRÁFICO 10 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev 1.....	44
GRÁFICO 11 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev 2.....	45
GRÁFICO 12 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev 3.....	45
GRÁFICO 13 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev 4.....	45
GRÁFICO 14 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev5.....	45
GRÁFICO 15 - Rebaixamento de <i>Rating</i> e o preço das ações CEMIG	46
GRÁFICO 16 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações CSN 1.....	46
GRÁFICO 17 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações CSN 2.....	46
GRÁFICO 18 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações CSN 3.....	46
GRÁFICO 19 - Rebaixamento de <i>Rating</i> e o preço das ações Editora Abril	47
GRÁFICO 20 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Gerdau S.A.....	47
GRÁFICO 21 - Rebaixamento Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Goll.....	47
GRÁFICO 22 - Rebaixamento Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Gol 2.....	47
GRÁFICO 23 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações PETROBRÁS.....	48

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Níveis de Eficiência de Mercado.....	25
FIGURA 2 - Classificação de <i>Ratings</i> pela Moody's	33
FIGURA 3 – Definições de <i>rating</i>	38
FIGURA 3 – Painel Contendo os Gráficos do Impacto de uma Mudança no <i>Rating</i> Sobre o Excesso de Retorno das dez Empresas.....	49

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Taxa Acumulada Média de Inadimplência por Rating de Crédito com Gradação no Nível da Letra (Dados do Período de 1970 a 2003).....	34
TABELA 2: Confiabilidade dos <i>ratings</i> da S&P	36
TABELA 3 - Comparativo de Ratings de Longo Prazo - S&P, Fitch e Moody's S&P Moody's Fitch	37
TABELA 8 - Rebaixamento Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Vale	44
TABELA 9 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Vale do Rio Doce 2.....	44
TABELA 10 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev 1.....	44
TABELA 11 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev 2.....	45
TABELA 12 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev 3.....	45
TABELA 13 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev 4.....	45
TABELA 14 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações AmBev5.....	45
TABELA 15 - Rebaixamento de <i>Rating</i> e o preço das ações CEMIG	46
TABELA 16 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações CSN 1.....	46
TABELA 17 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações CSN 2.....	46
TABELA 18 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações CSN 3.....	46
TABELA 19 - Rebaixamento de <i>Rating</i> e o preço das ações Editora Abril	47
TABELA 20 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Gerdau S.A.....	47
TABELA 21 - Rebaixamento Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Gol1.....	47
TABELA 22 - Rebaixamento Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações Gol 2.....	47
TABELA 23 - Elevação de <i>Rating</i> e o preço das ações PETROBRÁS.....	48

1. INTRODUÇÃO

Os agentes envolvidos nas atividades econômicas buscam realizar seus investimentos no intuito de obterem maiores recursos no futuro, onde estes investimentos podem ser realizados na obtenção de ativos reais ligados e empregados na capacidade produtiva das nações e ou em ativos financeiros. Estes ativos desempenham importantíssima função em economias mais desenvolvidas, pois representam uma opção de fonte de recursos para o desenvolvimento e crescimento do país.

O mercado financeiro é caracterizado pela presença de assimetria de informação entre fornecedores e tomadores de recursos. Os tomadores possuem necessariamente maior conhecimento sobre sua própria capacidade de pagamento, disposição de recursos e prazos de quitação do que aqueles que lhes fornecem recursos. Dessa maneira, do ponto de vista dos fornecedores de recursos, a presença de tal assimetria afetará os prêmios pelos riscos presentes nas operações de crédito e aquisições de títulos financeiros. Há um grande interesse científico e econômico, em avaliar o risco dos negócios, e em tentar prever o comportamento do mercado.

Assim, diante do desenvolvimento e maior integração entre os agentes de mercado, instituições e dispositivos que têm como propósito minimizar os transtornos gerados pela assimetria de informação são de muita importância. Um destes dispositivos é o *rating* de risco que constitui elemento importante para determinar as condições dos mercados de crédito, fundamentais para o desenvolvimento de empresas, incluindo as nacionais, que captam recursos no mercado interno e externo.

De uma maneira geral, o *rating* é um instrumento de informação para os investidores como forma de melhorar a eficiência do mercado financeiro. A presença de agências emissoras de *rating* como fornecedoras de mercadoria, neste caso o processamento de informações, constitui peça-chave para que a oferta de recursos financeiros não fique restrita às instituições financeiras domésticas, permitindo às empresas ampliarem suas possibilidades de tomarem recursos.

Uma análise dos retornos obtidos, comparado às mudanças dos *ratings* de risco das empresas, pode demonstrar a real importância dessas informações para os agentes no mercado de ativos, a fim de definir o seu grau de impacto em uma determinada decisão de investimento.

1.1. Problemática

O risco está presente em qualquer tomada de decisão, seja ela de investimento ou não. Os agentes econômicos possuem diferentes níveis de aversão ao risco, onde alguns são mais ou menos sensíveis ao mesmo.

Para tentar minimizar esses riscos, existem mecanismos com o propósito de mensurá-los como forma de avaliar as condições de ganhos ou perdas implícitos em um determinado investimento. Empresas, fundos de investimentos ou mesmo países podem ter a sua capacidade de crédito avaliada através da emissão de *ratings*.

Frente à importância das divulgações de informações para o bom funcionamento do mercado de capitais, a pesquisa propõe uma análise, através de estudos de eventos, na tentativa de encontrar o impacto da divulgação de uma mudança de *rating* pela agência classificadora Moody's, em uma amostra de dez grandes empresas brasileiras, nos seus respectivos retornos, buscando entender o nível de relacionamento e de credibilidade entre as informações para auxiliar esses investimentos e consequentemente os retornos de capital esperados.

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo Geral

O objetivo geral desse estudo é avaliar o impacto das mudanças de *ratings* de risco emitidos pela empresa Moody's sobre os retornos de ativos financeiros de dez empresas nacionais no mercado de capitais.

1.2.2. Objetivos Específicos

- Descrever os sistemas de emissão de *ratings* de risco pela empresa Moody's, bem como suas classificações, escalas e relação com os emissores;

- Verificar o alcance das classificações dos *ratings* de risco emitidos pela empresa Moody's como variável influente nos retornos de investimentos em ativos financeiros de empresas brasileiras, e;

- Analisar os resultados de estudos de eventos comparando a variação de *ratings* de risco e os respectivos retornos de dez grandes empresas brasileiras em determinada ocasião de mudança de nota no seu histórico.

1.3. Justificativa

As agências de classificação emitem os *ratings* com a certeza de que estão disponibilizando ao mercado informações relevantes dos emitentes de dívida no que diz respeito à sua capacidade e habilidade de pagar os compromissos financeiros dentro de um determinado prazo.

A presente pesquisa pretende subsidiar os diferentes tipos de agentes que participam do mercado financeiro sobre o impacto de opiniões divulgadas quanto ao risco presente em seus investimentos, e se essas informações podem ou não afetar aos retornos esperados. Sendo assim, o tema é importante para diferentes grupos: empresas tomadoras de recursos; investidores em portfólios; gestores de fundos de investimento; empresas que tem ações negociadas em bolsa; empresas que planejam lançamento de ações em bolsa; entidades reguladoras e fiscalizadoras dos mercados acionários, além dos mais diferentes grupos sociais que usam as informações para determinada tomada de decisão.

A crescente integração econômica e financeira mundial vem continuamente intensificando a demanda por informações visando subsidiar a tomada de decisões de um investidor global, geralmente baseada em dois fatores primordiais: risco e retorno. Nesse contexto, torna-se interessante uma análise sobre o quanto verdadeiramente essas informações produzidas pelas agências de classificação de risco, influenciam na decisão de investimentos dos agentes no mercado de capitais.

Desta forma, este trabalho representa uma tentativa de fornecer aos investidores, pesquisadores e estudantes, informações que revelem o alcance do impacto de mudança de *rating*, nas decisões de investimentos que refletem sobre os retornos esperados no mercado de capitais.

1.4. Metodologia

Para alcançar os objetivos deste estudo primeiramente é realizada uma revisão bibliográfica sobre os diferentes tipos de riscos, retorno, e eficiência de mercado. No capítulo seguinte, é fornecida uma descrição sobre como se dá o processo de emissão de *ratings* pelas três principais agências de classificação de risco reconhecidas mundialmente e ainda, uma breve comparação entre essas agências.

Em seguida, através de testes estatísticos e análises gráficas, desenvolve-se um estudo de evento, para analisar os efeitos sobre os retornos das empresas estudadas, no período de

mudança no seu histórico de *rating*. Para isso, foram coletadas em sites especializados cotações dos preços das ações das dez empresas selecionadas, assim como o IBOVESPA no mesmo período e seus respectivos históricos de *ratings*.

Os históricos das alterações de *ratings* das empresas analisadas foram fornecidos pela própria empresa Moody's. A obtenção desses históricos resultou em uma das dificuldades do presente estudo, uma vez que esses dados não são divulgados, se não aos próprios clientes da Moody's. Dessa maneira, as informações foram cedidas pela própria Moody's especialmente para a realização dessa pesquisa e são de uso exclusivamente acadêmico.

O estudo de eventos é realizado primeiramente através de uma observação da reação dos preços das ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) após uma divulgação de mudança no *rating* de determinada empresa. Para uma comparação mais apurada, é construído um cálculo de excesso de retorno através do desconto do risco sistemático embutidos nos preços das ações cotadas. Com o excesso de retorno encontrado, foi possível também uma observação do impacto na mudança de *rating* nos respectivos resultados obtidos. Por fim, resultados são expostos e as conclusões apresentadas.

2. RISCO E RETORNO NO MERCADO EFICIENTE: Uma abordagem Teórica

No Grande Dicionário da Língua Portuguesa encontramos a seguinte definição de risco: “*perigo; inconveniente ou fatalidade muito possível de efetivar-se.*” A palavra risco deriva do italiano *riscare*, que significa ousar ou desafiar. Neste sentido, BERSTEIN (1997, p.7), diz que “risco é uma opção, e não um destino.” E continua: “a capacidade de administrar riscos, e com ela, a vontade de correr riscos e fazer opções ousadas são elementos-chave da energia que impulsiona o sistema econômico”. A noção de risco está geralmente relacionada com a presença de perigo, para a possibilidade de prejuízo e efetiva-se numa escolha e não em algo como uma fatalidade.

SANDRONI (1996, p.456), descreve o risco como “situação em que, partindo-se de um conjunto de ações, vários resultados são possíveis e se conhecem as probabilidades de cada um vir a acontecer. Corresponde à condição própria de um investidor diante das possibilidades de perder ou ganhar dinheiro”.

Em geral, os investidores buscam a otimização de três aspectos básicos em um investimento: retorno; prazo; e proteção. Ao avaliar o investimento, portanto, deve-se estimar sua rentabilidade, liquidez e grau de risco. A rentabilidade é sempre diretamente relacionada ao risco. Ao investidor cabe definir o nível de risco que está disposto a correr, em função de obter uma maior ou menor lucratividade.

Uma situação de risco existe quando há probabilidade de uma determinada escolha ter um resultado que não era exatamente o desejado. Deste modo para se avaliar o nível de risco associado a determinado acontecimento é necessário reconhecer o grau de indesejabilidade relacionado ao acontecimento e a probabilidade de ocorrência desse acontecimento. O risco pode ser associado também à variabilidade, que sob determinadas suposições, pode ser associada com desvio padrão ou variância. Segundo este conceito, serão mais arriscadas as atividades com maior variabilidade em seus resultados. O grau de risco aceitável em cada acontecimento varia de investidor para investidor e depende das circunstâncias em que ocorre, dependendo assim do perfil de risco do agente econômico.

2.1. Tipos de Riscos

De acordo com BERSTEIN (1997, p. 01) o domínio do risco representa: *“a noção de que o futuro é mais do que um capricho dos deuses e de que homens e mulheres não são passivos ante a natureza”*. Nesse sentido, ao administrar o risco, o homem deseja antecipar o futuro para servir ao presente. Para tentar essa antecipação, é necessário o discernimento dos tipos de riscos inerentes aos investimentos.

Os agentes de risco estão sujeitos a vários tipos de riscos. SILVA NETO (1999, p.37) cita quatro grandes grupos de risco financeiro: mercado, crédito, operacional e legal. Eles não existem isoladamente. Estão interligados e um pode ser consequência do outro.

2.1.1. Risco de Mercado

O risco de mercado está relacionado com a possibilidade de perdas consequentes de impactos das flutuações de preços, índices e/ou taxas sobre os instrumentos financeiros.

Dessa maneira esse tipo de risco surge quando ocorrem mudanças nos preços (ou volatilidades) de ativos e passivos financeiros, sendo mensurados pelas mudanças no valor das posições em aberto ou nos ganhos. Ele está diretamente relacionado à forma pela qual o preço de um bem ou derivativo se comporta no dia a dia, é o que se pode ganhar ou perder quando se assume uma posição num determinado ativo, pela simples mudança em seu preço. Esse risco é também negociado em bolsas de valores, futuros, opções e mercadorias.

Para DUARTE, 2003, o risco de mercado é *“uma medida numérica da incerteza relacionada aos retornos esperados de um investimento, em decorrência de variações em fatores como taxas de juros, taxas de câmbio, preços de ações e commodities”*.

O autor enumera as principais sub-áreas do risco de mercado, como: a) taxas de juros (perdas no valor econômico de uma carteira face aos efeitos de mudanças adversas das taxas de juros); b) taxas de câmbio (decorrente de alterações adversas nas taxas de câmbio); c) *commodities* (devido a mudanças no valor de mercado de carteiras de *commodities*); d) ações

(mudanças no valor de mercado de carteiras de ações); e) Liquidez (decorrente da incapacidade de se desfazer rapidamente uma posição); f) Derivativos (gerado pelo uso de derivativos para especulação ou para *hedge*); g) *Hedge* (ocasionado pelo uso inapropriado de instrumentos para *hedge*); h) concentração de mercado (decorrente da não diversificação do risco de mercado de carteiras de investimentos).

2.1.2. Risco de Crédito

O risco de crédito está relacionado com a capacidade ou o desejo das contrapartes em cumprirem com suas obrigações contratuais. Sendo assim, é relativo ao não recebimento de um crédito concedido, a ser amortizado pelo devedor a partir de um contrato de empréstimo ou da emissão de um título. Seu efeito é medido pelo custo de reposição de fluxos de caixa, caso a outra parte fique inadimplente.

DUARTE (2003) classifica o risco de crédito em três grupos: a) país (moratórias de países); b) político (restrições ao fluxo livre de capitais entre países, estados, municípios, dentre outros, podendo originar-se de golpes militares, novas políticas ou eleições); e c) falta de pagamento (quando uma das partes em um contrato não pode mais honrar seus compromissos assumidos).

2.1.3. Risco Operacional

O risco operacional é relativo à incerteza do retorno decorrente de falha operacional em seus controles, podendo ser resultados de falhas humanas, falhas de suporte, utilização incorreta de modelos de avaliação, alterações no ambiente dos negócios ou situações adversas de mercado.

DUARTE (2003) define o risco operacional como:

uma medida numérica da incerteza dos retornos de uma instituição caso seus sistemas, práticas e medidas de controle não sejam capazes de resistir às falhas

humanas, danos à infra-estrutura de suporte, utilização indevida de modelos matemáticos ou produtos, alterações no ambiente dos negócios, ou a situações adversas de mercado.

Assim, o risco operacional representa as perdas decorrentes de falhas internas que podem acarretar erros de avaliação a até fraudes.

2.1.4. Risco Legal

O risco legal reflete a possibilidade de perdas decorrentes do fato de que os contratos podem não ser legalmente executáveis ou estar incorretamente documentados. Esse tipo de risco surge quando uma contraparte não possui autoridade legal ou regulatória para se envolver em uma transação. Como resultado possível frente a esse risco, por exemplo, um acionista pode abrir ações judiciais contra uma empresa que tenha sofrido grandes perdas.

De acordo com DUARTE (2003) o risco legal é *“uma medida numérica da incerteza dos retornos de uma instituição caso seus contratos não possam ser legalmente amparados por falta de representatividade por parte de um negociador, por documentação insuficiente, insolvência ou ilegalidade.”* A incerteza relacionada à falta ou ausência de fundamento legal em uma operação que impossibilite ou dificulte o retorno da operação é representado pelo risco legal.

2.1.5. Risco Sistemático e Não Sistemático

O risco é, na maioria das vezes, representado pela medida estatística do desvio-padrão, indicando-se o valor médio esperado é representativo do comportamento esperado. Assim, ao se tomarem decisões de investimento com base num resultado médio esperado, o desvio-padrão passa a revelar o risco da operação, ou seja, a dispersão das variáveis (resultados) em relação à média.

Para ASSAF (1999, pg 230), “o risco total de qualquer ativo é definido pela sua parte sistemática (risco sistemático ou conjuntural) e não sistemática (risco específico ou próprio do ativo).”

Segundo FLEURIET (2004, p. 99):

“O risco sistemático é aquele que não pode ser eliminado mediante estratégias de diversificação. É o risco inerente ao sistema, o risco de mercado. O risco específico é próprio ao ativo financeiro em pauta. É um reflexo do risco de que alguma coisa aconteça e afete o ativo (e somente este). Esse risco desaparece com a diversificação”.

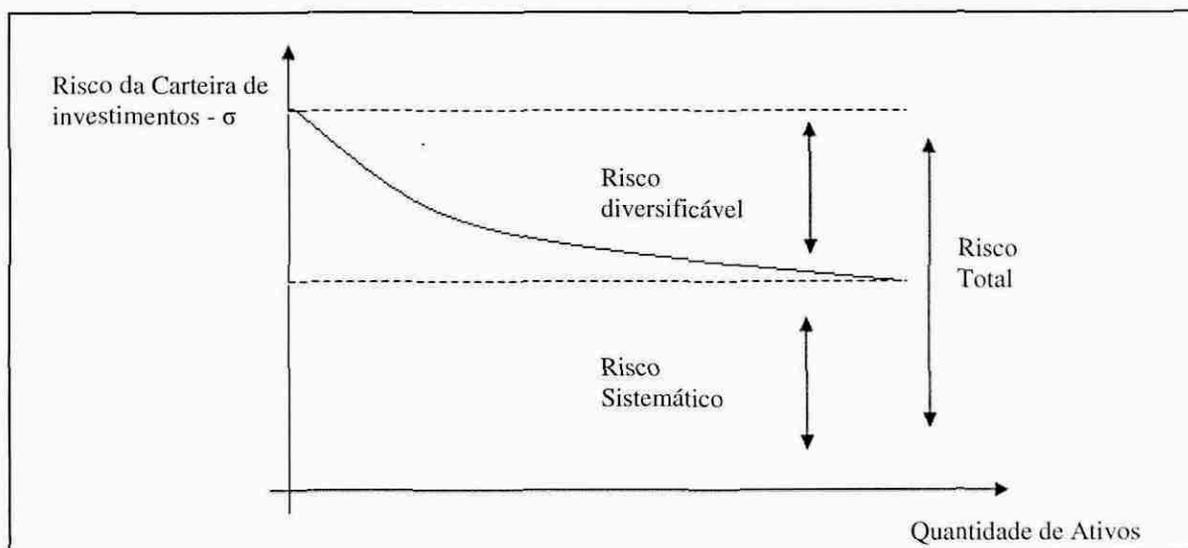
Risco sistemático é o risco a que estão sujeitas todas as empresas situadas em um mesmo universo econômico, ainda que com diferentes graus de intensidade. A inflação, por exemplo, trata-se de um risco sistemático já que reduz o poder de compra da população com conseqüências em toda a economia. No entanto, empresas que comercializam bens necessários (como o sal, por exemplo), são menos afetadas pela redução do poder aquisitivo da população do que empresas que vendem bens de luxo (como vinho importado, por exemplo).

Já o risco não sistemático afeta uma empresa ou um segmento econômico, sem que as empresas fora deste segmento sejam significativamente afetadas. Um aumento de acidentes aéreos, por exemplo, afetará a demanda por passagens nas agências de viagens, porém não terá nenhum efeito sobre as vendas de calçados.

Já que o risco sistemático está associado a todos ativos negociados no mercado, é dificilmente evitado por completo, sendo que uma possível redução do risco sistemático é feita através da diversificação de uma carteira de ativos. O risco definido por não sistemático que é identificado nas características do próprio ativo, reflete em cada investimento realizado, e pode ser reduzido pela diversificação através de inclusão de ativos que não tenham correlação positiva entre si.

Com base em ASSAF (1999, pg 244), graficamente, o conceito de diversificação pode ser representado por meio do gráfico abaixo, o qual apresenta a relação entre o risco e a quantidade de ativos inseridos na carteira.

GRÁFICO 1 - A Redução do Risco pela diversificação

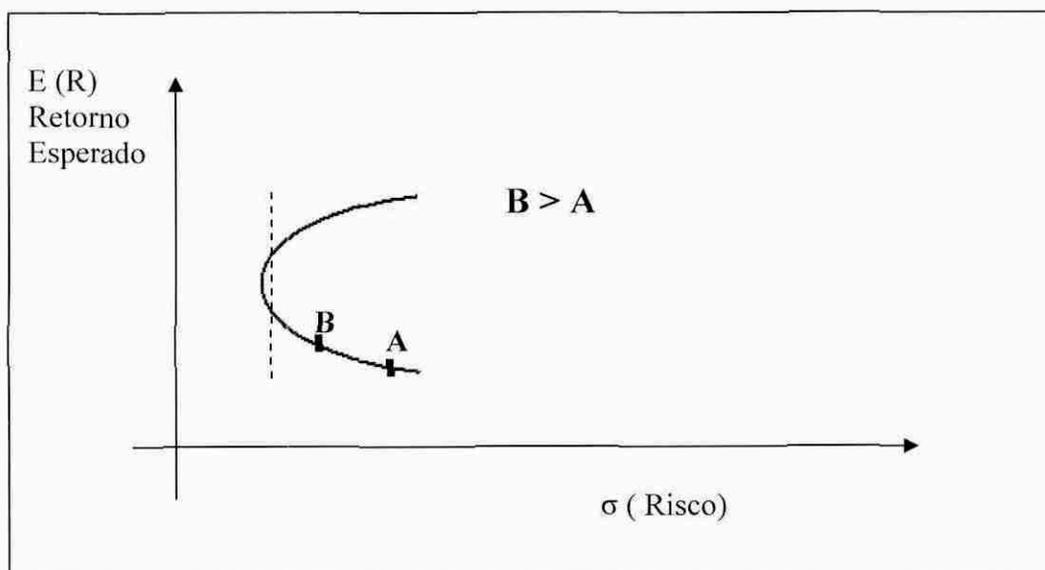


Fonte: ASSAF, 1999, pg. 244

A avaliação do risco é um dos aspectos mais importantes no processo de tomada de decisão seja para investimento, seja para captação de recursos uma vez que no mercado é fundamental que o investidor não assuma riscos desnecessários. Assim, é necessário que se faça uma análise não só do risco, mas também do retorno que se espera tendo em vista a intensidade do risco de um negócio.

O gráfico 2 ilustra uma curva de indiferença que retrata as preferências de um investidor em relação aos valores de risco e retorno prometidos por um ativo.

GRÁFICO 2 – Representação de uma curva de indiferença



Fonte: ASSAF, 1999, pg. 235

De acordo com ASSAF (1999) a curva de indiferença ilustrada acima é entendida pelos investidores como um reflexo de atitude assumida diante de uma opção de risco/retorno de um determinado investimento. Ela representa uma espécie de escala de preferência de um investidor, sendo que a escolha será feita a partir da preferência pelos ativos que façam parte da relação estabelecida pela curva de indiferença. Para o mesmo autor, essa curva funciona como se fosse “*uma fronteira que separa as situações preferidas pelo investidor daquelas não desejadas*”.

2.2. Eficiência de Mercado

A divulgação igualitária, eficiente e correta de informações ao mercado é uma tarefa tão complexa quanto essencial, seja para o sucesso de uma distribuição pública de ações, seja para consolidar o desempenho corporativo como um todo. Sua execução bem afinada é, sem dúvida, fator determinante desse resultado. Para exercê-la, é preciso ir muito além do mero cumprimento das exigências legais e das normas de regulação, buscando novas formas de comunicação especializada.

No mercado de capitais, a informação é um dos principais insumos para a tomada de decisão. SANDRONI (1996) sintetiza a importância do mercado de capitais, sugerindo que

ele deve ser eficiente em três níveis: a) Nível Informacional, associado à capacidade dos analistas financeiros de processar e refletir instantaneamente nos preços dos títulos o fluxo de informação existente no mercado; b) Nível Alocacional, associado à capacidade do mercado de desenvolver títulos que melhor correspondam à demanda de poupadores e investidores, permitindo uma melhor alocação de recursos; c) Nível Operacional, associado aos custos e recursos envolvidos no processo de intermediação financeira.

Para ASSAF (1999), um mercado eficiente é entendido como sendo aquele que os preços refletem as informações disponíveis e apresentam grande sensibilidade a novos dados, ajustando-se rapidamente a outros ambientes. A exigência desse mercado é que os preços não sejam tendenciosos, ou seja, formados de acordo com alguma intenção e interesses individuais. Na hipótese de eficiência, o preço de um ativo qualquer é formado a partir das diversas informações publicamente disponíveis aos investidores, sendo as decisões de compra e venda tomadas com base em suas interpretações dos fatos relevantes.

O autor descreve as mais importantes hipóteses básicas do mercado eficiente, que são as seguintes:

Hipótese A: nenhum participante do mercado tem a capacidade de sozinho influenciar os preços de negociações, alterando-os segundo exclusivamente suas expectativas.

Hipótese B: O mercado, de uma maneira geral, é constituído de investidores racionais, decidindo sobre alternativas que promovam o maior retorno possível para um determinado nível de risco, ou o menor risco possível para certo patamar de retorno.

Hipótese C: todas as informações estão disponíveis aos participantes do mercado, de maneira instantânea e gratuita. Nessa hipótese, nenhum investidor apresenta qualquer acesso privilegiado às informações, sendo identicamente disponíveis a todos os agentes.

Hipótese D: em princípio, o mercado eficiente trabalha com a hipótese de inexistência de racionamento de capital, permitindo que todos os agentes tenham acessos equivalentes às fontes de crédito.

Hipótese E: os ativos e objetos do mercado são perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições.

Hipótese F: as expectativas dos investidores são homogêneas, isto é, apresentam o mesmo nível de apreciação com relação ao desempenho futuro do mercado.

A classificação de eficiência de mercado mais aceita e utilizada é a sugerida por ROBERTS (1967) e estruturada por FAMA (1970) e (1991), e prevê três formas de eficiência: fraca, semiforte e forte. A HEM (Hipótese da Eficiência de Mercado) está baseada na afirmação de que a cotação de uma ação reflete as informações disponíveis a respeito da firma que a emitiu.

Dessa forma, novas informações afetarão sua cotação, de maneira mais rápida ou mais lenta. Ela se refere, em seus testes de verificação, a dois aspectos do ajustamento dos preços a essas novas informações: velocidade e qualidade, direção e magnitude (SALLES, 1991).

Segundo DAMODARAN (2001), os preços dos títulos são influenciados por vários tipos de informação (preços passados, lucros futuros, volatilidade, índices econômico-financeiros da análise fundamentalista, variáveis econômicas, fatores políticos, etc.), que provocam alterações maiores ou menores, dependendo do contexto do mercado, da relevância da informação e do *timing* que essa informação leva para ser incorporada pelo mercado.

SANDRONI (1996) conclui que *“as cotações nas Bolsas de Valores são as melhores estimativas de seu valor real, devido ao altamente eficiente sistema de mecanismo preços (flutuações) inerente ao mercado de ações nas Bolsas de Valores”*.

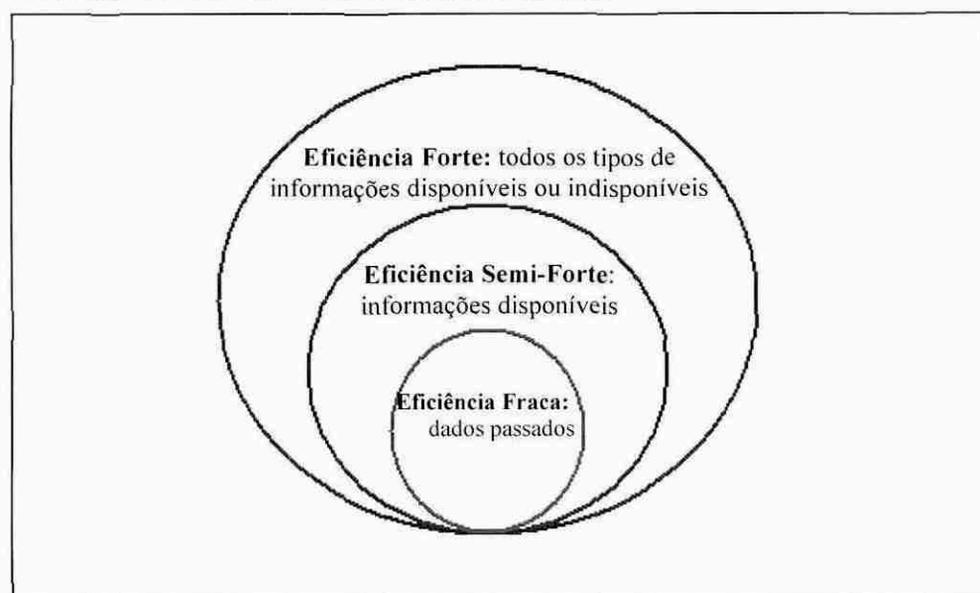
DAMODARAN (2001) assinala que o mercado pode se comportar de três maneiras diferentes quando da divulgação de uma informação relevante: a) reagir imediatamente à divulgação, de forma adequada (confirmando a hipótese de eficiência semiforte); b) reagir gradualmente, quando a divulgação é seguida de um aumento gradual nos preços, situação que permite aos investidores realizar operações de arbitragem até o ajuste completo; e c) os preços no mercado reagem instantaneamente à divulgação, mas de maneira inadequada, com a correção sendo feita nos dias que se seguem. A metodologia mais utilizada para aferir a forma semiforte são os estudos de evento”, cujos testes procuram mensurar a velocidade do

ajustamento dos preços dos títulos próxima a uma data específica, quando da divulgação de informações relevantes, tais como: subscrição de ações, emissão de títulos de dívida (debêntures) e de recibos de depósito em outros mercados; bonificações, pagamento de dividendos, anúncios trimestrais, semestrais ou anuais de lucros; fusões e aquisições, vencimento de opções, desdobramento de ações (*splits*), etc.

Um mercado caracterizado de forma forte deve ter os preços dos ativos refletindo todos os tipos de informação, sejam esses disponíveis ou indisponíveis, a todos os investidores. Já a eficiência do tipo semiforte leva em consideração que nos preços dos ativos esteja incorporado às informações disponíveis para avaliação e toda a informação pública. As informações disponíveis para avaliação podem ser, por exemplo, as demonstrações contábeis, planos financeiros, entre outras. Além disso, é necessário que englobe as características do nível fraco de eficiência.

A forma fraca de mercado eficiente é baseada em informações passadas, como as séries históricas dos preços dos ativos. Segundo GITMAN (1997) sob esta hipótese, o estudo do comportamento histórico das taxas de retorno das ações em nada poderá contribuir para a definição de estratégias de mercado pelo investidor que quer garantir retornos anormais. A Figura 1 apresenta as classificações de eficiência e os tipos de informação.

FIGURA 1: Níveis de Eficiência de Mercado



Fonte: Elaborado pela autora adaptado de GITMAN (1997)

As avaliações realizadas pelas agências de *rating* constituem-se em importante fonte de informação para a tomada de decisões de investidores, gerando reflexos nos custos de financiamento e na alocação global de recursos. Uma vez que o posicionamento das agências interfere no comportamento dos investidores, pode-se questionar também o seu impacto nas cotações dos títulos de um país.

3. RISK RATINGS E AS PRINCIPAIS AGÊNCIAS EMISSORAS

Rating é um ponto de vista sobre risco relativo baseado na capacidade e vontade do emissor para pagar completamente e no prazo acordado, principal e juros, durante o período de vigência do instrumento de dívida e severidade da perda, em caso de inadimplência (MOODY'S, 2003). *Rating* significa classificação. Uma agência de *rating* oferece opiniões atualizadas e independentes sobre a capacidade de o emissor de um ativo pagar suas dívidas e honrar seus compromissos financeiros, ou seja, a qualidade de crédito do emissor.

Quando uma agência emite um *rating*, significa que determinada empresa ou país foi classificada de acordo com a opinião e parâmetros daquela agência. Tais agências representam, através de notas, o risco de uma determinada empresa não arcar com suas dívidas. Cabe destacar que um *rating* não configura, geralmente, uma recomendação de investimento em relação a dado produto. De acordo com a agência *Standard & Poor's*, "*um rating é a opinião da S&P's da condição geral de cumprimento da obrigação pelo devedor, ou sua capacidade em relação a um produto específico ou outra obrigação financeira, baseada em fatores de risco*".

O sujeito de uma avaliação de risco de crédito ou *rating* pode ser uma empresa emissora de títulos de dívida. Neste caso, o *rating* é uma opinião sobre a capacidade do devedor de cumprir suas obrigações financeiras. A opinião não é específica sobre determinada dívida da empresa, nem considera o fato de haver modalidades de garantias disponíveis, como fiadores para algumas das obrigações. Na classificação de *rating* de "emissores" estão os *ratings* de crédito corporativo e de risco soberano. Um outro tipo é o *rating* "específico para determinada emissão". Nesta hipótese, a agência de *rating* utiliza símbolos gráficos na escala adotada a fim de distinguir entre papéis de curto prazo e longo prazo.

3.1. Usuários de *Ratings*

Potenciais emprestadores de recursos costumam utilizar a avaliação de risco por agências classificadoras com o objetivo de medir a capacidade de se obter o retorno esperado da empresa, nação ou operação específica que envolva compromissos de pagamentos futuros.

Para a Secretaria de Desenvolvimento Econômico (SDE), os principais demandantes de *rating* são bancos, fundos de investimento, empresas, gestores de serviços, papéis e emissores de papéis, que utilizam essa metodologia de avaliação e classificação, com o objetivo de demonstrar a sua capacidade de honrar os compromissos (empréstimos e investimentos) já realizados ou a contratar junto a terceiros, tanto no país quanto no exterior.

CARDOSO (2000) classifica os beneficiários ou demandantes das opiniões de crédito ou *ratings* em quatro grupos:

a) Investidores – Dentre as vantagens da utilização de *ratings*, destaca-se a possibilidade de trabalhar com horizontes e investimento mais amplos, uma vez que é possível ter acesso a informações comparáveis a nível mundial, com a conseqüente economia de esforços de pesquisa; estabelecer políticas de restrição ao crédito (alguns fundos de pensão americanos, por exemplo, impedem a aplicação de recursos em ativos de baixa classificação); tomar decisões a respeito do retorno esperado para títulos de acordo com o *rating*, qual prêmio de risco deve ser exigido para investimento em uma dada categoria de risco; e também, utilizar o *rating* como instrumento de apoio às áreas internas de pesquisa de crédito.

b) Emissores – Dada sua disseminação, os *ratings* permitem um maior acesso a novos mercados, maior liquidez dos papéis e até mesmo, de acordo com a classificação obtida, uma redução do custo de capital.

c) Intermediários – Uma vez que emissões com *ratings* tendem a ter melhor acesso aos mercados, os agentes financeiros que realizam a intermediação da operação o fazem com maior facilidade.

d) Mercado como um todo – A disseminação e disponibilidade de opiniões objetivas e comparáveis da qualidade de crédito de grande parte dos captadores de recursos nos mercados de capitais têm como consequência o aumento da capacidade analítica e a resposta rápida de preços a mudanças na qualidade de crédito. Independentemente de haver ou não impacto sobre os preços, os *ratings* podem aumentar ou ajudar a organizar o estoque de informação sobre empresas e países.

3.2. O Processo de *Rating* por uma Agência de Classificação de Risco

As agências de classificação constroem vários indicadores quantitativos e qualitativos como forma de melhor captar o desempenho das empresas no curto e longo prazo e de como é administrada a empresa, respectivamente.

As informações quantitativas contemplam as análises financeiras disponíveis nos Balanços Patrimoniais e Demonstrações Financeiras; podendo ser requeridos maiores detalhamentos, quando necessários. Por outro lado, as informações qualitativas dizem respeito aos fundamentos da empresa, que se desdobram em: (a) perspectivas de crescimento; (b) vulnerabilidade frente às mudanças tecnológicas; (c) distúrbios no mercado de trabalho; (d) ações regulatórias (Standard & Poor's). A reputação da empresa é importante no processo de avaliação, porque interfere diretamente na performance financeira no presente e futuro e na habilidade em pagar as dívidas.

De acordo com *Standard & Poor's*, as agências de *rating* se apresentam como empresas independentes de quaisquer interesses, quer por parte de governos ou de empresas privadas, característica essa que lhes permite ter estes princípios: independência, objetividade, credibilidade e liberdade de divulgação de avaliações com relação à qualidade de crédito dos emitentes e emissões de dívida.

As agências refletem sobre a realidade financeira da empresa participando na relação tomador/prestador como uma terceira pessoa. Nessa relação essa terá acesso aos dados,

possivelmente sigilosos do tomador (no caso a empresa avaliada) e os fornecerão ao emprestador, colaborando para diminuição da assimetria de informação existente no mercado. De acordo com as agências, elas não são incentivadas em maquiagem a situação financeira futura da empresa tomadora de recursos, pois se a indicação de *rating* for equivocada, o mercado não irá demandar mais seus serviços, resultando em prejuízo.

Os agentes participantes do mercado acreditam no poder que essas empresas centenárias possuem nos EUA e em todo o mundo. Conforme o Senador norte-americano Joseph Lieberman observou:

“As agências de rating possuem a chave do capital e da liquidez, o centro nervoso da América corporativa e de nossa economia capitalista. O rating afeta a capacidade de uma empresa conseguir empréstimos financeiros; afeta a decisão de investimento de fundos de pensão e de fundos de investimento em geral, bem como influencia o valor das ações negociadas em bolsa de valores.”

A partir de afirmações como essa, de que o valor das ações negociadas na bolsa de valores são afetadas pelas opiniões dessas agências, surgiu a curiosidade de testar essas informações no mercado de capitais brasileiro. Porém, é importante destacar o inegável poder dessas agências uma vez que é praticamente impossível realizar uma oferta pública de bônus sem que esta tenha sido classificada por uma ou mais agências de *rating*

Pretende-se que o *rating* padronize opiniões envolvendo diferentes setores da economia, regiões geográficas, emissores e instrumentos de crédito. Desta forma, além de prover o mercado com informação sobre a operação em análise, melhorando a qualidade da decisão, pode ser um parâmetro para a precificação de ativos de crédito.

Além dos *ratings*, essas agências também fornecem uma perspectiva de *rating* ou *watchlist*, que inclui mudanças prospectivas nos *ratings*. Um aviso “*credit watch*” ou “*rating review*” é divulgado caso exista a possibilidade de alteração do *rating*, que sempre deve ser aprovada pelo comitê de *rating*. As perspectivas (ou *outlooks*) podem ser: positiva, negativa

ou estável. Uma perspectiva positiva (negativa) significa que o *rating* pode ser revisado para cima (baixo).

O *rating* definitivo geralmente é divulgado de quatro a seis semanas depois do início dos trabalhos da agência. Geralmente os *ratings* são revisados uma vez ao ano, baseados em novos relatórios financeiros, novas informações de negócios e reuniões de acompanhamento com a administração.

Quer como centro gerador de informações para uso exclusivo dentro de um grupo econômico, ou como fornecedores de serviços para clientes, tais unidades desenvolvem competências específicas e se beneficiam de economias de escala e escopo nas atividades de análise e classificação de riscos de crédito, o que as justifica e as viabiliza economicamente. (CANUTO E SANTOS, 2003). Na realidade o produto que essas empresas vendem é informação, basicamente enquadrando as instituições e países em uma escala que ilustra o risco a que estão suscetíveis.

No Brasil, a atividade de *rating* tomou impulso somente após o acordo de Basiléia principalmente porque no país havia pouca demanda por parte dos investidores e também porque não havia incentivos regulatórios. A partir da década de 90, o grande impulso foi dado quando o Banco Central do Brasil (Bacen) estabeleceu que títulos de renda fixa somente poderiam ser adquiridos por entidades fechadas de previdência privada depois de avaliados por, pelo menos duas agências de *rating* e desde que tivessem um risco menor que o risco “soberano”.

3.2.1. Metodologia de *Rating* pela Moody's

A *Moody's* fez as primeiras classificações em 1909. Seus clientes iniciais foram às empresas de ferrovias dos Estados Unidos, seguidas das indústrias em geral e companhias de utilidade pública. Próximo aos anos 20, a agência classificou dívidas de cidades americanas e de municípios daquele país. Somente mais tarde, se voltou para os países e regiões de mercados financeiros maduros, tais como: Europa e Austrália (MOODY'S, 1999)

As classificações de *rating* feitas pela Moody's geralmente têm começo mediante a um pedido de uma reunião de introdução pelo emitente. Os analistas apresentam os procedimentos e metodologia utilizada pela Moody's e discutem os tipos específicos de dados que serão úteis para desenvolver o processo de *rating* e conhecimento da empresa emitente. Então, a Moody's primeiramente se concentra na compreensão por parte do emitente da abordagem da agência com relação à análise de crédito, e os tipos de informação que serão mais relevantes.

O objetivo da Moody's não é fazer um exame excessivamente detalhado das empresas, mas é de se concentrar em vários elementos essenciais relevantes ao perfil de risco a curto e em longo prazo do emitente, especialmente a capacidade de geração de fluxo de caixa da emitente.

Segundo Moody's Investors Services (1999), para uma empresa industrial, a agência se preocupa principalmente com os seguintes aspectos:

- Antecedentes e histórico da empresa;
- Estratégia e filosofia empresariais - normalmente apresentadas pelo diretor executivo ou outro executivo sênior;
- Posição operacional - inclusive posição competitiva, capacidade de fabricação, sistema de distribuição, rede de marketing, acordos com fornecedores;
- Administração financeira e normas contábeis - normalmente apresentadas pelo diretor financeiro;
- Outros tópicos tais como atividades em derivativos, novas regulamentações, investimentos futuros, aquisições potenciais e a situação atual de ações judiciais importantes;

Além da coleta de dados, um outro componente importante para as classificações é a análise especializada feita por profissionais de crédito com experiência no setor do emitente e em fatores socioeconômicos e culturais da região, que influenciarão a força financeira futura do emissor. (Moody's Investors Services, 1999)

As classificações da Moody's têm por objetivo proporcionar aos investidores uma análise de risco de crédito voltada ao futuro, visando o longo prazo, de acordo com um padrão mundial que permita comparações. Segundo (Moody's Investors Services, 1999), a

equivalência dos padrões é mantida, independentemente do país ou setor do emitente ou do tipo de obrigação de renda fixa. Por exemplo, uma classificação Aa2 de um título de uma empresa de alimentos alemã, com denominação em euros, indica a mesma baixa probabilidade de perda de crédito que um valor mobiliário lastreado em hipoteca com classificação Aa2, com denominação em dólares canadenses. Portanto, os *ratings* atribuídos têm uma mesma referência e refletem o estado creditício do emitente.

O processo de *rating* da Moody's busca reunir informações suficientes para avaliar o risco de emissões ou emitentes e informar aos investidores sobre a qualidade de risco do ativo que podem comprar, sem, entretanto recomendar a compra ou venda de um ativo. O processo também busca apresentar uma conclusão em comitê sobre o *rating* apropriado e realizar um monitoramento contínuo para determinar se o *rating* deve ser alterado em qualquer momento.

A quantificação é uma parte importante e integrante da análise de classificação da Moody's, principalmente porque oferece um ponto de partida mais claro e objetivo para cada discussão analítica do comitê de classificação. (Moody's Investors Services, 1999). Entretanto, as classificações da agência não se baseiam somente num conjunto definido de quocientes financeiros ou modelos complexos de informática, mas são o produto de uma análise abrangente de cada valor mobiliário individual e cada emitente, conduzida em grande parte a partir da avaliação de dados qualitativos. (Moody's Investors Services, 1999).

Os ratings da Moody's são inicialmente determinados ou subseqüentemente alterados através de comitês. O analista líder para uma determinada empresa, indústria, país ou tipo de ativo, estrutura a discussão, incluindo a recomendação de *rating* e o seu racional. No mínimo, um comitê de *rating* inclui um diretor gerente ou outro profissional designado e o analista líder. O comitê pode ser expandido para incluir tantos pontos de vista e disciplinas quanto necessário, para o entendimento de todas as questões analíticas relevantes ao emissor e ao título para o qual se está atribuindo *rating*. Questões que afetam o tamanho do comitê normalmente incluem o tamanho do emissor, a complexidade do título, a geografia, ou se uma transação daquele tipo já tenha sido feita antes. As discussões do comitê são estritamente confidenciais e apenas os analistas da Moody's podem delas participar.

As classificações emitidas pela Moody's podem ser tanto de curto como de longo prazo. (Moody's Investors Services, 1999). A classificação de curto prazo da Moody's,

também conhecida por símbolos nomeados “prime”, é utilizada para analisar valores mobiliários tais como papéis comerciais, depósitos bancários de curto prazo ou outros instrumentos do mercado monetário. (Moody’s Investors Services, 1999). Os símbolos de classificação da Moody’s, abrangendo categorias de Aaa até C, são utilizados para avaliar a idoneidade de crédito das obrigações com prazo superior a um ano, ou seja, obrigações de longo prazo. (Moody’s Investors Services, 1999).

A categoria mais alta da escala da Moody’s (Aaa) representa a qualidade de crédito “de ouro” (*gilt edged*), significando que o valor mobiliário está posicionado bem acima dos títulos das demais categorias, com margem de segurança contra inadimplimento, mesmo sob as mais severas condições econômicas. A classificação C, por sua vez, indica o mais alto nível de risco de crédito, significando que a obrigação tem chances extremamente fracas de ser um bom investimento para investidores adversos ao risco. Os títulos intermediários, abrangendo as categorias Baa e acima, são geralmente considerados títulos com classificação de “grau de investimento”; as categorias Ba e abaixo são consideradas especulativas. (Moody’s Investors Services, 1999).

FIGURA 2 - Classificação de Ratings pela Moody’s

Categoria	Moody’s
<i>Investment Grade</i>	Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3
<i>Speculative Grade</i>	Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca e C

Fonte: site das agências/ elaborado pela autora.

Já que as classificações da Moody’s têm por objetivo medir o risco de longo prazo, a agência concentra-se em aspectos que impactam a capacidade de longo prazo de cada emitente de honrar suas obrigações, tais como mudanças na estratégia administrativa ou mudanças em regulamentos. (Moody’s Investors Services, 1999).

Portanto, as classificações da Moody’s não visam acompanhar os movimentos dos negócios ou os ciclos de oferta e demanda e nem refletir os resultados do curto prazo, porque seria conservador demais punir uma emissão por um desempenho de curto prazo mais fraco. A agência preocupa-se, por outro lado, em avaliar a sustentabilidade dos negócios da emitente. (Moody’s Investors Services, 1999).

Para verificar o grau de exatidão com o qual a Moody's prevê a inadimplência de títulos de longo prazo, apresenta-se uma tabela que abrange um histórico de 33 anos.

TABELA 1 - Taxa Acumulada Média de Inadimplência por Rating de Crédito com Gradação no Nível da Letra (Dados do Período de 1970 a 2003)

Moody's	Anos após a emissão				
	1	2	3	4	5
Aaa	0,00%	0,00%	0,00%	0,07%	0,20%
Aa1	0,00%	0,00%	0,00%	0,25%	0,27%
Aa2	0,00%	0,00%	0,05%	0,15%	0,33%
Aa3	0,07%	10,00%	0,19%	0,29%	0,42%
A1	0,00%	0,03%	0,32%	0,52%	0,68%
A2	0,02%	0,06%	0,21%	0,43%	0,59%
A3	0,02%	0,21%	0,34%	0,41%	0,49%
Baa1	0,12%	0,42%	0,71%	0,97%	1,19%
Baa2	0,10%	0,34%	0,56%	1,07%	1,53%
Baa3	0,46%	1,09%	1,61%	2,38%	3,00%
Ba1	0,69%	2,00%	3,23%	4,65%	5,84%
Ba2	0,67%	2,35%	4,45%	6,36%	7,85%
Ba3	2,19%	5,49%	9,13%	12,47%	15,38%
B1	3,46%	8,93%	13,90%	17,65%	20,67%
B2	7,65%	14,29%	20,35%	23,61%	25,91%
B3	11,86%	20,17%	26,13%	29,66%	32,19%
Caa-C	26,05%	33,72%	37,98%	41,09%	42,48%

Fonte: Moody's Investor Service (2004)

De forma geral, o risco de inadimplência cresce à medida que os *ratings* se tornam mais baixos e quanto maior for o horizonte de tempo.

Como a abordagem de classificação da Moody's está baseada no nível de risco associado ao pagamento pontual e integral do principal e dos juros de um título de dívida específico e a forma como esse risco se compara ao de outras obrigações, a agência se foca em medir a capacidade de geração de fluxo de caixa no futuro por parte do emitente. Portanto, a avaliação da Moody's concentra-se na análise do nível e também da previsibilidade da geração de fluxo de caixa do emitente em relação aos seus compromissos perante os titulares das obrigações. (Moody's Investors Services, 1999)

A análise de classificação foca-se também no entendimento dos fatores estratégicos que contribuem para a geração do fluxo de caixa futuro além da identificação dos fatores críticos que poderão afetar este fluxo. A capacidade do emitente de reagir favoravelmente às incertezas também é bastante relevante. Geralmente, quanto maior a previsibilidade de fluxo

de caixa de um emitente, maior é a garantia de que poderá efetuar os pagamentos de dívida previstos e melhor será o seu rating. (Moody's Investors Services, 1999).

3.2.2. Metodologia de *Rating* pela Standard&Poor's

A Standard & Poor's foi fundada em 1860 com o objetivo principal de publicar informações financeiras e prestar serviços de pesquisa. Em 1916, a *Standard Statistics* começou a atribuir *ratings* de dívida a títulos de empresas e, logo em seguida, *ratings* para dívidas soberanas. Em 1941, a *Poor's Publishing* e a *Standard Statistics* se fundiram para constituir a *Standard & Poor's Corporation*. Posteriormente, a companhia foi incorporada pela *McGraw-Hill Inc*, uma importante provedora global de serviços de informações que atendem às necessidades mundiais de serviços financeiros, treinamento e informação sobre negócios e mercados.

Segundo TILLMAN (2003), os *ratings* da S&P são baseados principalmente em informações públicas sobre o emitente, mas também podem ser baseados em informações adicionais. Na classificação de *rating* corporativo, a S&P pode publicá-los tanto em moeda local como em moeda estrangeira. O *rating* em moeda local de um emissor abrange todos os riscos relevantes tanto econômicos, como riscos do país, e reflete a disposição e a capacidade do emissor em pagar o suficiente em moeda local e atender, assim, a todas as suas obrigações (isto é, a capacidade de geração do equivalente em moeda local para atender as suas obrigações denominadas em qualquer moeda). (Standard & Poor's, 2001)

O *rating* em moeda estrangeira de um emissor inclui todos os riscos citados no *rating* em moeda local e, também, o risco de transferência e conversibilidade. (Standard & Poor's, 2001). A confiabilidade da S&P é bastante grande uma vez que os *ratings* atribuídos pela agência têm constantemente mostrado uma forte correlação entre as classificações iniciais e a probabilidade de *default*: quanto maior for o *rating* inicial, menor a probabilidade de *default* e vice-versa. A informação abaixo, fornecida por Tillman (2003), mostra o histórico de *default* cumulativo em quinze anos, com base na categoria de *rating* inicial.

TABELA 2: Confiabilidade dos *ratings* da S&P

Categoria de Rating	Porcentagem de default - Inicialmente classificados na categoria
AAA	0,67%
AA	1,30%
A	2,88%
BBB	9,77%
BB	24,51%
B	41,09%
CCC	60,70%

Fonte: (Tillman, 2003)

No Brasil, segundo informações do próprio *site* da agência, a Standard & Poor's atribuiu seu primeiro *rating* para instituições brasileiras em 1992. Em novembro de 1994, após a entrada em vigor do Plano Real, a Standard & Poor's atribuiu seu primeiro *rating* à República Federativa do Brasil (o *rating* soberano).

3.2.3. Metodologia de *Rating* pela Fitch

Os *ratings* de crédito da Fitch Ratings são uma opinião quanto às condições de um emissor de honrar seus compromissos financeiros, tais como pagamento de juros e de principal, sinistros de seguros ou obrigações com contrapartes, sem, no entanto, constituir uma previsão de probabilidade de inadimplência. (Fitch Ratings Brasil Ltda.)

Esse *ratings* constituem uma opinião quanto às condições de um emissor de honrar seus compromissos financeiros, tais como pagamento de juros, pagamento de principal, sinistros de seguros ou obrigações com contrapartes. Os *ratings* de crédito são utilizados por investidores como indicação da probabilidade destes receberem seu capital aplicado de volta, segundo os termos acordados na ocasião da realização do investimento. Os ratings da Fitch são aplicáveis a uma gama de emissores e emissões, incluindo, mas não se limitando a países, estados, municípios, instituições financeiras, seguradoras, empresas, assim como operações estruturadas garantidas por recebíveis ou outros ativos financeiros. (Fitch Ratings Brasil Ltda.)

Para avaliar a probabilidade de inadimplência do emissor corporativo, a Fitch utiliza-se da Metodologia de *Rating* de Probabilidade de Inadimplência do Emissor (IDRs). A metodologia também pode ser usada para instituições financeiras e emissores soberanos. Como as outras classificações, estes *ratings* são extraídos das escalas internacionais de curto e longo prazo e identificados como IDRs. (Fitch Ratings Brasil Ltda.)

O IDR de curto prazo baseia-se no perfil de liquidez da entidade avaliada e está relacionado à capacidade da instituição de cumprir com suas obrigações financeiras num horizonte de curto prazo (menos de 13 meses), focando-se em avaliar a capacidade de geração de caixa da companhia. (Fitch Ratings Brasil Ltda.)

O IDR de longo prazo é atribuído a emissores e contrapartes, considerando sua habilidade em cumprir com todos os seus deveres financeiros seniores no prazo esperado. O IDR de longo prazo, então, é uma avaliação da probabilidade de inadimplência. (Fitch Ratings Brasil Ltda.)

Ratings da Fitch são baseados em informações obtidas diretamente de emissores, outros devedores, “underwriters” e fontes que a Fitch considere fidedignas. A Fitch não audita ou verifica se a informação é verdadeira ou exata e também não compromete-se a auditar ou verificar as mesmas ou efetuar qualquer tipo de diligência de investigação para checar a exatidão e a integralidade das informações. Se alguma informação fornecida estiver deturpada ou for enganosa, o *rating* atribuído à operação pode não ser apropriado, e a Fitch não assume qualquer responsabilidade pelo risco. A atribuição de *rating* a um emissor ou a uma emissão não deve ser vista como garantia da exatidão ou integridade da informação utilizada para esta avaliação ou os resultados obtidos a partir do uso da mesma. (Fitch Ratings Brasil Ltda.).

3.2.4. Breve Comparação Entre as Três Principais Agências

As análises de crédito por parte das agências se diferenciarão em alguns aspectos, mas se concentrarão principalmente no histórico, perfil econômico-financeiro, investimentos e

tudo o que possa afetar a geração de fluxo de caixa futuro, contribuindo para que uma empresa não cumpra com suas obrigações junto aos credores.

A, S&P define o *rating* das empresas como opiniões somente sobre a probabilidade de *default*. A S&P não inclui, portanto, o que inclui a Moody's e a Fitch, ou seja, quanto do dinheiro em caso de *default* seria recuperado.

FIGURA 3 – Definições de *rating*

Moody's

Uma classificação é uma opinião sobre a capacidade futura, a responsabilidade jurídica, e a vontade de um emitente de efetuar, dentro do prazo, pagamentos do principal e juros de um título específico de renda fixa. A classificação avalia a probabilidade de inadimplemento do emitente com relação ao título mobiliário até seu prazo de vencimento que, dependendo do instrumento, pode ser uma questão de dias ou 30 anos ou mais. Além disso, as classificações a longo prazo incorporam uma avaliação da expectativa de perda monetária em caso de inadimplemento.

Standard & Poors

Rating é uma opinião sobre a qualidade creditícia de um devedor com respeito a obrigações financeiras, levando em conta as características dos emissores e seus garantidores e eventuais formas de garantias adicionais e levando em conta, também, a moeda na qual o instrumento de crédito está referenciado.

FitchRatings

Os *ratings* de crédito da FitchRatings constituem uma opinião quanto às condições de um emissor ou de uma emissão de títulos de honrar seus compromissos financeiros, tais como pagamento de juros, de dividendos preferenciais e de pagamento de principal, no prazo esperado. São aplicáveis a uma variedade de emissores e emissões, incluindo, mas não se limitando a países, estados, municípios, operações estruturadas, instituições financeiras, empresas, títulos de dívida, ações preferenciais e empréstimos bancários. Também medem a capacidade de empresas seguradoras e garantidores de honrar suas obrigações.

Fonte: BONE (2000)

Segundo CANUTO E SANTOS (2003), cada agência possui uma taxonomia própria de classificação, o que dificulta sua interpretação e comparação. Um procedimento freqüente, para tornar comparáveis os *ratings* é adotar alguma transposição, linear ou não-linear, das escalas de classificação de risco para um escala numérica. A tabela abaixo reproduz um exemplo desta transposição.

TABELA 3 - Comparativo de Ratings de Longo Prazo - S&P, Fitch e Moody's
S&P Moody's Fitch

	S&P	Moody's	Fitch	Escala Numérica	Significado da Classificação
Investment Grade	AAA	Aaa	AAA	22	Risco baixíssimo. O emissor é confiável / Risco quase nulo
	AA+	Aa1	AA+	21	
	AA	Aa2	AA	20	Alta qualidade, com pequeno aumento de risco no longo prazo / Risco muito baixo
	AA-	Aa3	AA-	19	
	A+	A1	A+	18	
	A	A2	A	17	Entre alta e média qualidade, mas com vulnerabilidade às mudanças das condições econômicas / Risco Baixo
	A-	A3	A-	16	
	BBB+	Baa1	BBB+	15	Média qualidade, mas com incertezas no longo prazo/ Risco mediano
	BBB	Baa2	BBB	14	
	BBB-	Baa3	BBB-	13	
Grau Especulativo	BB+	Ba1	BB+	12	Qualidade moderada, mas não totalmente seguro / Risco mediano
	BB	Ba2	BB	11	
	BB-	Ba3	BB-	10	
	B+	B1	B+	9	Capacidade de pagamento atual, mas com risco de inadimplência no futuro / Risco alto
	B	B2	B	8	
	B-	B3	B-	7	
	CCC+	Caa1	CCC+	6	Baixa qualidade com real possibilidade de inadimplência / Risco muito alto
	CCC	Caa2	CCC	5	
	CCC-	Caa3	CCC-	4	
	CC	Ca	CC	3	Qualidade especulativa e com histórico de inadimplência / Risco extremo
	C	C	C	2	Baixa qualidade com baixa possibilidade de pagamento / Risco máximo
	D	-	D	1	Inadimplente / <i>Default</i>

Fonte: Canuto e Santos, 2003 e sites das agências. Elaborada pela autora.

De uma maneira geral, as classificações são variações da escala A, B, C, D. Na escala da S&P e da Fitch, a melhor classificação é “AAA” e a pior “D”. Já na escala da Moody's, a

melhor classificação é “Aaa” e a pior “C”. Quanto pior a classificação, maior é a probabilidade de moratória e vice-versa. (Canuto e Santos, 2003)

O melhor *rating* possível (AAA ou Aaa) reflete que um investidor pode ter quase 100% de certeza de que um instrumento classificado com este *rating* terá seu principal e juros pagos conforme programado. Os próximos *ratings* (de AAA- a BBB-), incluindo o *rating* máximo (AAA) formam o mencionado grupo de *investment grade*. Neste caso, as agências de *rating* acreditam que o emissor tem pelo menos uma boa, se não excelente, capacidade de repagar seu principal e seus juros. Qualquer instrumento de dívida classificado abaixo de BBB- é considerado de grau especulativo.

Os investidores geralmente optam pelas dívidas pertencentes ao grau de investimento como forma de melhor se proteger do risco de não pagamento do principal e dos juros. Entretanto, aqueles mais propensos ao risco costumam optar pelas dívidas classificadas no grau especulativo, porque teoricamente possuem um maior retorno. A *Standard & Poor's* incorpora os sinais mais (+) ou menos (-), para mostrar a relatividade da nota dentro de cada categoria. A *Moody's*, por sua vez, difere as categorias por letras maiúsculas/minúsculas e números seqüências.

Embora possa haver diferenças de opiniões, as agências cumprem o papel de atestarem a qualidade da emissão e da precisão das informações da companhia emissora, diminuindo a incerteza *ex-ante* dos investidores e, por conseqüência, melhorando o preço pago ao emissor.

JEWELL E LIVINGSTON(1999), ao examinarem diferenças de *rating* entre as agências Fitch, S&P e Moody's, identificam tendência de superioridade (em termos de grau de classificação) dos *ratings* da Fitch, porém sem significância estatística. Mostram que, embora as três agências concordem na maioria das ocasiões, no caso de haver divergências, a S&P concede *ratings* maiores que a Moody's, quando só há as duas, e a Fitch concede *ratings* maiores que a S&P ou a Moody's. Finalmente, a Fitch tende a mudar menos os *ratings* concedidos.

4. ESTUDO DE EVENTO: O Impacto de Mudanças de *Ratings* no Retorno

O Estudo de Evento foi introduzido em 1969 pelo estudo de Fama, Fisher e Jensen. Consiste em uma metodologia de análise quanto à existência ou não de uma reação significativa do mercado financeiro em relação à evolução das cotações de uma ou mais empresas face à ocorrência de um determinado evento, que por hipótese, poderia estar afetando seus valores de mercado.

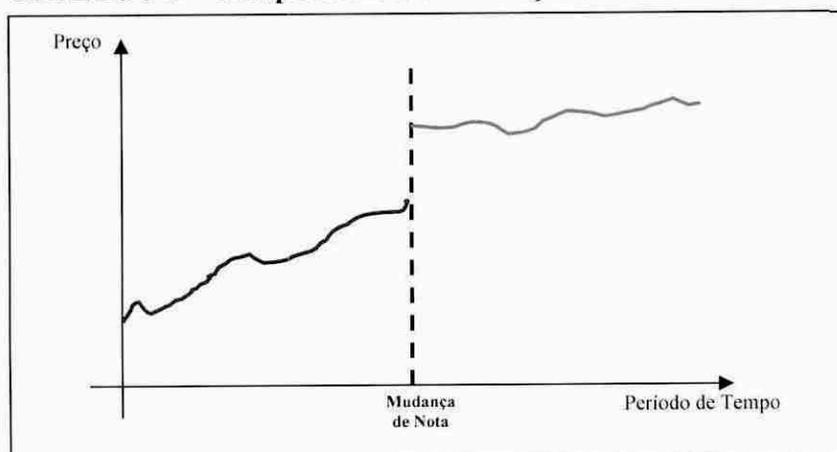
Sendo assim, um Estudo de Eventos procura mensurar o impacto de uma informação, divulgada em um dado momento, no comportamento dos preços dos títulos. Este é um dos principais motivos pelos quais a sua utilização se torna importante.

Para o estudo de eventos realizado nessa pesquisa, foram coletadas através do site da Bovespa e do Software Económica as cotações históricas de dez grandes empresas nacionais de capital aberto com ações negociadas na Bovespa e que possuem em seu histórico pelo menos uma mudança de *rating* emitido pela empresa Moody's, sendo elas: a Aracruz Celulose S.A, Brasil Telecom S.A., Companhia Vale do Rio Doce, Companhia de Bebidas das Américas (AmBev), Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), Editora Abril S.A., Gerdau S.A., Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., e a empresa Petróleo Brasileiro S.A. (PETROBRAS). Para realizar a comparação, também foi necessário a utilização dos respectivos históricos de *ratings* que foram fornecidos pela própria Moody's.

Com os dados coletados, surgiu a seguinte pergunta: como medir o impacto de mudança de *rating* nos retornos das empresas?

Uma mudança no rating da empresa, pode afetar o preço do ativo, mas não necessariamente o retorno, como demonstrado no gráfico a seguir.

GRÁFICO 3 - Comportamento do Preço do Ativo e a Mudança do *Rating*.



Fonte: elaborado pela autora.

Como pode-se observar, o preço das ações após uma determinada alteração de nota é maior do que antes, porém, o retorno dado pela evolução da curva de preço pode ser menor após a variação de *rating*. Então, neste estudo, a análise dos eventos antes e depois das mudanças, é detectado pela evolução dos preços e também pelo excesso de retorno.

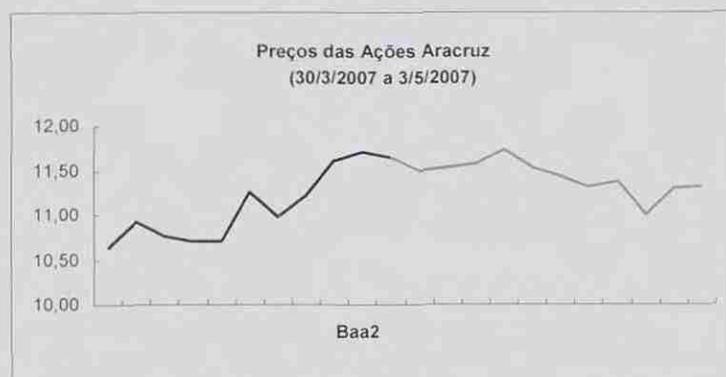
Como primeira metodologia para a realização do estudo, foi feita uma comparação entre as cotações diárias dos preços das ações e sua mudança de *ratings*. Como segunda alternativa, foram calculados as variações diárias nos preços das ações, descontadas as variações diárias do índice Bovespa (IBOVESPA), com objetivo de se encontrar o excesso de retorno dos ativos de cada empresa. As duas metodologias podem ser observadas nas próximas sessões

4.1. Análise de Eventos por Preço das Ações

O período escolhido para a análise dos preço dos ativos, foi de dez dias antes da mudança de *rating* e dez dias após a sua alteração. Os *ratings*, em sua mudança de classificação, foram elevados ou rebaixados. Os gráficos foram organizados por empresa e sua respectiva mudança de nota. Nas tabelas encontram-se a data anterior e posterior a mudança, assim como os cálculos de média e desvio-padrão.

Para facilitar a interpretação dos gráficos, foi realizada uma diferenciação por cores da seguinte maneira: as elevações nos ratings são observadas na cor verde, e os rebaixamentos na cor vermelha. O impacto da mudança de nota sobre os preços dos ativos pode ser analisado nos gráficos e tabelas abaixo.

GRÁFICO E TABELA 4 - Elevação de *Rating* e o preço das ações Aracruz Celulose S.A.



	Antes	Depois
Data	16/4/2007	18/4/2007
Nota	Baa3	Baa2
Média	11,05	11,43
Desv.Pad.	0,3815	0,1965

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

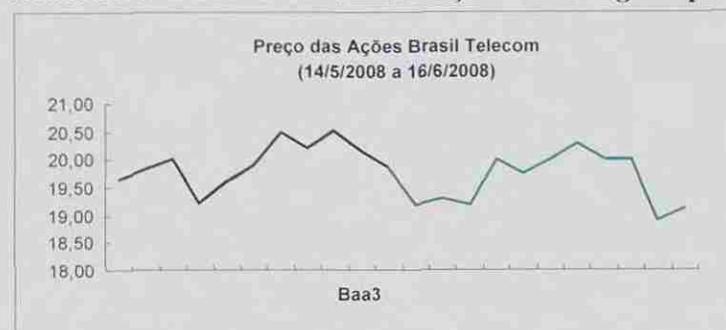
GRÁFICO E TABELA 5 - Rebaixamento de *Rating* e o preço das ações Brasil Telecom



	Antes	Depois
Data	23/5/2006	25/5/2006
Nota	Baa3	Ba1
Média	9,97	9,08
Desv.Pad.	0,5446	0,3001

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

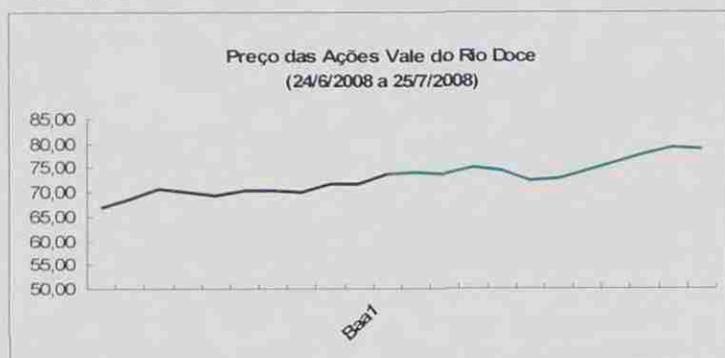
GRÁFICO E TABELA 6 - Elevação de *Rating* e o preço das ações Brasil Telecom S.A.



	Antes	Depois
Data	29/5/2008	2/6/2008
Nota	Ba1	Baa3
Média	19,95	19,66
Desv.Pad.	0,4120	0,4710

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

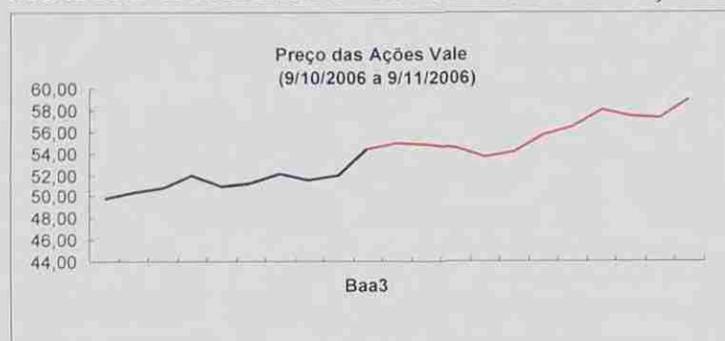
GRAFICO E TABELA 7 - Elevação de *Rating* e o preço das ações Companhia Vale do Rio Doce



	Antes	Depois
Data	7/7/2005	11/7/2005
Nota	Baa2	Baa1
Média	70,01	75,01
Desv.Pad.	1,3982	2,1471

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 8 - Rebaixamento Elevação de *Rating* e o preço das ações Vale



	Antes	Depois
Data	24/10/2006	26/10/2006
Nota	Baa1	Baa3
Média	51,49	56,09
Desv.Pad.	1,2708	1,7972

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

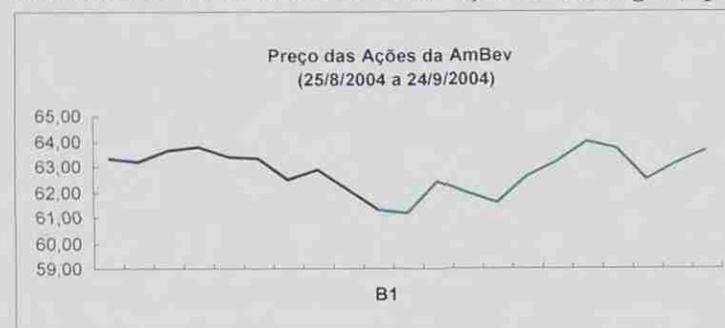
GRAFICO E TABELA 9 - Elevação de *Rating* e o preço das ações Vale do Rio Doce



	Antes	Depois
Data	28/8/2008	1/9/2008
Nota	Baa3	Baa2
Média	42,58	40,78
Desv.Pad.	1,2843	1,6840

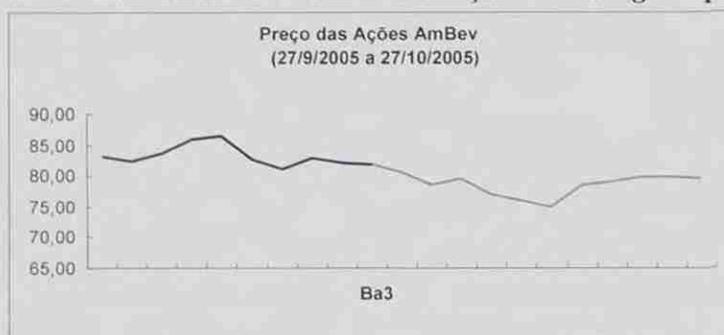
Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 10 - Elevação de *Rating* e o preço das ações AmBev



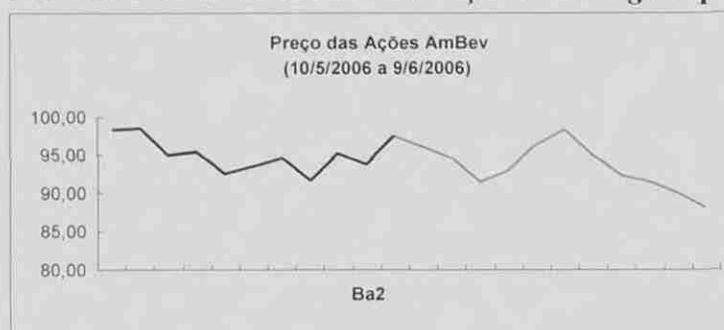
	Antes	Depois
Data	9/9/2004	13/9/2004
Nota	B2	B1
Média	62,93	62,87
Desv.Pad.	0,7678	0,7935

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 11 – Elevação de *Rating* e o preço das ações AmBev

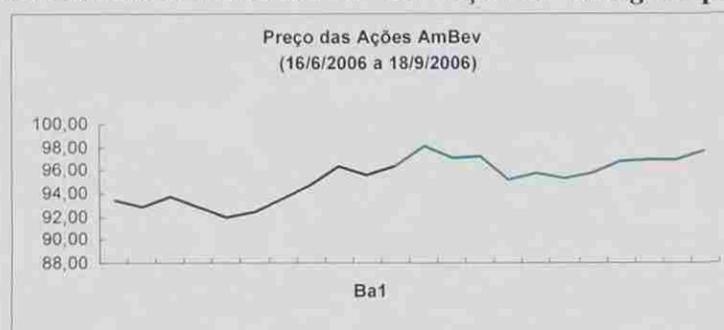
	Antes	Depois
Data	11/10/2005	14/10/2005
Nota	B1	Ba3
Média	83,18	78,26
Desv.Pad.	1,7244	1,7148

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 12 - Elevação de *Rating* e o preço das ações AmBev

	Antes	Depois
Data	24/5/2006	26/5/2006
Nota	Ba3	Ba2
Média	94,86	93,83
Desv.Pad.	2,2293	2,5968

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 13 - Elevação de *Rating* e o preço das ações AmBev

	Antes	Depois
Data	30/8/2006	1/9/2006
Nota	Ba2	Ba1
Média	93,72	96,48
Desv.Pad.	1,3858	0,9671

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 14 - Elevação de *Rating* e o preço das ações AmBev

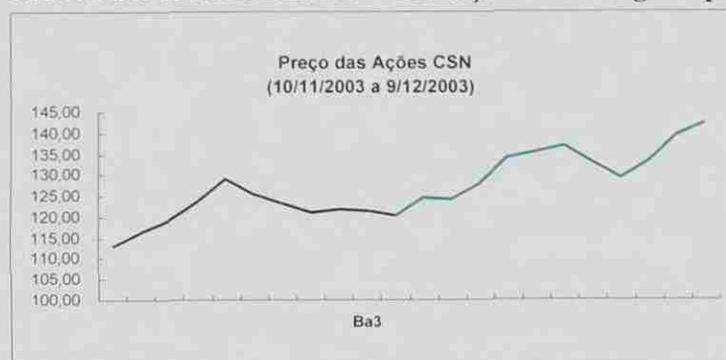
	Antes	Depois
Data	22/8/2007	24/8/2007
Nota	Ba1	Baa3
Média	12,60	13,21
Desv.Pad.	0,4011	0,2588

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 15 – Rebaixamento de *Rating* e o preço das ações CEMIG

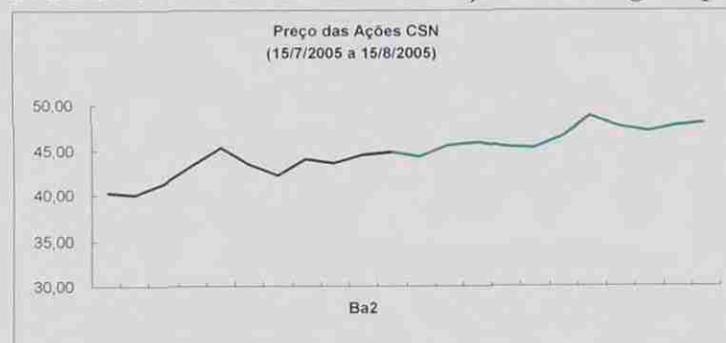
	Antes	Depois
Data	2/8/2002	6/8/2002
Nota	Baa3	Ba1
Média	25,66	23,06
Desv.Pad.	0,9856	1,3197

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 16 – Elevação de *Rating* e o preço das ações CSN

	Antes	Depois
Data	21/11/2003	25/11/2003
Nota	B1	Ba3
Média	121,36	131,92
Desv.Pad.	4,4914	5,1307

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 17 - Elevação de *Rating* e o preço das ações CSN

	Antes	Depois
Data	28/7/2005	1/8/2005
Nota	Ba3	Ba2
Média	42,76	46,39
Desv.Pad.	1,7688	1,3784

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 18 - Elevação de *Rating* e o preço das ações CSN

	Antes	Depois
Data	5/9/2008	9/9/2008
Nota	Ba2	Ba1
Média	53,57	47,12
Desv.Pad.	3,2078	3,0783

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

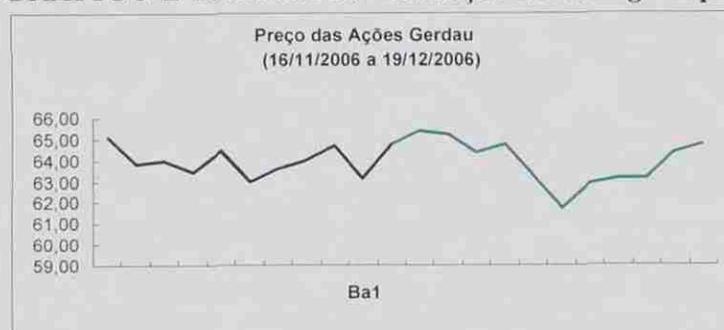
GRAFICO E TABELA 19 - Rebaixamento de *Rating* e o preço das ações Editora Abril



	Antes	Depois
Data	28/1/2003	30/1/2003
Nota	Ba3	B2
Média	26,73	25,06
Desv.Pad.	1,0199	0,4720

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

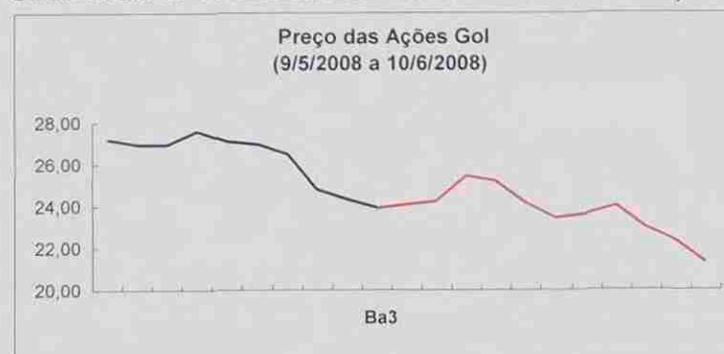
GRAFICO E TABELA 20 - Elevação de *Rating* e o preço das ações Gerdau S.A.



	Antes	Depois
Data	1/12/2006	5/12/2006
Nota	Ba2	Ba1
Média	63,90	63,81
Desv.Pad.	0,6874	1,1680

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 21 - Rebaixamento Elevação de *Rating* e o preço das ações Gol



	Antes	Depois
Data	26/5/2008	28/5/2008
Nota	Ba2	Ba3
Média	26,237	23,671
Desv.Pad.	1,349791	1,260656

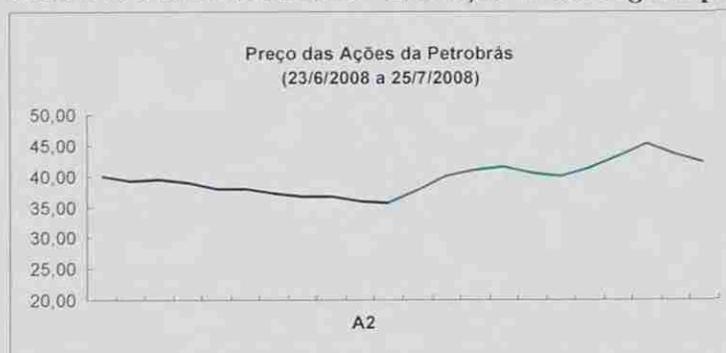
Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 22 - Rebaixamento Elevação de *Rating* e o preço das ações Gol



	Antes	Depois
Data	6/8/2008	8/8/2008
Nota	Ba3	B1
Média	15,34	16,87
Desv.Pad.	0,9356	1,1325

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

GRAFICO E TABELA 23 - Elevação de *Rating* e o preço das ações PETROBRÁS

	Antes	Depois
Data	7/7/2005	11/7/2005
Nota	Baa1	A2
Média	37,96	41,34
Desv.Pad.	1,3927	2,1557

Fonte: site Moody's e Bovespa / elaborados pela autora.

Fazendo uma comparação, com base nos 20 eventos demonstrados graficamente a cima, entre as médias das ações antes e depois das alterações de *ratings* percebe-se certa proporcionalidade nas ocorrências. Em 50% dos casos em que o *rating* de uma empresa é elevado, o preço de seu ativo sofre um aumento em sua cotação. Quando o *rating* da empresa é rebaixado, 66,6% dos eventos apresentam uma queda no preço de sua ação.

4.2. Análise de Eventos por Excesso de Retorno

O excesso de retorno é mensurado a partir da variação percentual da cotação do ativo no período considerado, subtraindo-se a variação percentual do índice de mercado (no caso o Ibovespa) no mesmo período. Conceitualmente, esse excesso de retorno é ganho por exposição ao risco diversificável, que, em princípio, pode ser eliminado via diversificação. Os cálculos realizados para a elaboração desta sessão, encontram-se no anexo 1 deste trabalho.

O Ibovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato de retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968. (Bovespa)

Os excessos de retorno para a construção dos gráficos, foram calculados da seguinte maneira:

$$u_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

Onde:

$u_{i,t}$ é o excesso de retorno de mercado da ação i no dia t

$R_{i,t}$ é o retorno do ativo i no dia t

$R_{m,t}$ é o retorno médio do índice Bovespa no dia t

FIGURA 4 – Painel Contendo os Gráficos do Impacto de uma Mudança no Ratings Sobre o Excesso de Retorno das 10 Empresas

Gráfico III.a



Gráfico III.b



Gráfico III.c



Gráfico III.d



Gráfico III.e



Gráfico III.f



Gráfico III.g



Gráfico III.h



Gráfico III.i



Gráfico III.j



Gráfico III.k



Gráfico III.l



Gráfico III.m



Gráfico III.n



Gráfico III.o



Gráfico III.p



Gráfico III.q



Gráfico III.r



Gráfico III.s



Gráfico III.t



Fonte: agência Moody's e site Bovespa / elaborados pela autora.

Analisando graficamente os eventos de mudança de nota sobre o retorno dos ativos das empresas, nota-se uma menor dependência entre as mudanças de notas e a variação nos excessos de retorno. Porém, com intuito de encontrar uma evidência complementar através de um estudo estatístico, foram adotados dados “empilhados” para estimar o impacto da mudança de nota sobre os excessos de retorno. Os dados dos 20 eventos foram considerados em 10 dias antes e 10 dias depois de cada alteração de *rating* com o objetivo de analisar as

variáveis quantitativas. Isso significa que a equação estimada é um modelo painel de dados (estimado por efeitos fixos), conforme a equação abaixo.

$$ERet_{it} = \alpha + \beta \text{ Mudança de Nota}_{it}$$

onde,

i identifica o ativo

t identifica o tempo, medido em 10 dias antes e 10 dias depois da mudança de rating

Adotou-se para a Mudança de Nota :

$$\begin{cases} 0 & \text{antes da mudança} \\ 1 & \text{se a mudança é positiva} \\ -1 & \text{se a mudança é negativa} \end{cases}$$

E se espera que $\beta > 0$

TABELA 24 – Equação estimada – Variável Dependente: Excesso de Retorno

Variável	Equação com constante	Equação sem constante
c	0,061 (0,55)	-
Mudança de Nota	0,171 (0,24)	0,183 (0,20)

Fonte: elaborado pela autora através do programa E-views.

Os resultados econométricos indicam que a equação preferida é sem a constante e que o impacto da mudança de nota sobre o excesso de retorno é igual a 0,183%. Este coeficiente é estatisticamente significativo ao nível de 20%. É importante notar que pela construção da variável qualitativa (mudança de nota) tanto uma elevação quanto uma redução no rating resultam em um mesmo efeito sobre o excesso de retorno do ativo. O valor do impacto de 0,183% é em termos absolutos relativamente baixo, porém, se comprado por exemplo, com a variação diária da Selic que é de 0,054% ao dia (calculado baseado na taxa selic em percentual ao ano no dia 10/11/2008), mostra-se relativamente considerável.

5. CONCLUSÕES

Em mercados altamente integrados e nos quais as decisões dos investidores são tomadas rapidamente, as informações relevantes tendem a ser de grande valor. Portanto, informação é um insumo vital para a competição entre os agentes de mercado. Sem informação, não há como decidir-se entre várias oportunidades de investimentos com necessária racionalidade. O objetivo desse trabalho consistiu em analisar o impacto das mudanças de notas emitidas pela agência Moody's (entendidas como informação relevante aos investidores), sobre retorno de dez empresas brasileiras.

Levando-se em conta essa importância, durante o desenvolvimento da pesquisa foram testadas algumas metodologias com a intenção de mensurar a reação do mercado às alterações de *ratings* que representam, simplificada, uma opinião sobre a capacidade de pagamento das obrigações das empresas. Mesmo sabendo que os principais interessados nas emissões e mudanças de *ratings* são as instituições financeiras, ou empresas que fornecem algum tipo de recurso e desejam recebê-lo de volta com algum prêmio e em um determinado tempo, a presente pesquisa optou por tentar descobrir se esse tipo de informação também influencia a movimentação no mercado de ativos no curto prazo.

Quando analisada a relação alteração de *rating* x preço do ativo, foi constatado na maioria dos eventos (55%) uma relação positiva entre a mudança de *rating* e a reação das cotações nas ações. Porém, quando testada a relação mudança de *rating* x excesso de retorno, em nenhum dos eventos foi encontrado efeito relevante. Apesar disso, após a realização de um estudo econométrico através de um modelo em painel estimou-se que uma mudança no *rating* da empresa resultou em um impacto positivo de 0,183% no excesso de retorno do ativo.

Os resultados que indicam uma pequena ou mesmo nenhuma influência da mudança de *rating* sobre o excesso de retorno, podem ser interpretadas com um aspecto que corrobora a eficiência de mercado, onde um mercado é considerado eficiente quando os preços dos ativos reproduzem plenamente a informação disponível e refletem novas informações sem que haja possibilidade de grandes retornos. Isto é, considerando que os investidores possuem

informações sobre a situação econômico financeira da empresa e conhecem a data em que será divulgada a mudança de nota, cria-se uma expectativa quanto ao novo *rating*. Esta expectativa é perfeitamente antecipada se os investidores realmente conhecem as informações que desencadeará em uma mudança de nota. Em outras palavras, quanto mais transparente é a empresa, maiores são as informações disponíveis ao mercado, melhor são as previsões dos investidores e, logo, menor é o impacto do *rating* sobre o retorno.

6. REFERÊNCIAS

- ASSAF, Alexandre Neto. **Mercado Financeiro**. 2ª Edição. São Paulo: Atlas, 1999
- BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos deuses: a fascinante história do risco**. (Tradução Ivo Korylowski). 15ª Reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier 1997.
- BONE, Rosemarie. **Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica** PERSPECTIVA ECONÔMICA, v.2, n.1: 46-67, 2000 .ISSN 1808-575X
- CANUTO, O. e SANTOS, P. **Risco-Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes**. Ministério da Fazenda Secretaria de Assuntos Internacionais. Brasília, 2003.
- CARDOSO, Marco Aurélio Santos. **Rating de Crédito: O Papel das Agências Especializadas**. Rio de Janeiro: Cadernos Discentes COPPEAD, n. 1, p.92-104, 2000.
- CASTRO, Paulo Rabello de. **Rating Agency Regulation in Brazil**. São Paulo: SR Rating. Notas preparadas para o seminário “Regulação das Agências de Rating” organizado pela BOVESPA, 2004.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.
- DUARTE, Antônio Marcos Jr; PINHEIRO, Fernando Antônio; JORDÃO, Manuel Rodrigues; BASTOS, Norton Torres. **Gerenciamento de riscos corporativos: classificação, definições e exemplos**. Global Risk Management. São Paulo: 2003.
- FLEURIET, Michel. **A arte e a ciência das finanças: uma introdução ao mercado financeiro**. (Tradução Maria José Cyhlar Monteiro). Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Habra, 1997.
- JEWELL, J.; LIVINGSTON, M. A Comparison of bond ratings from Moody's, Standard and Poors and Fitch IBCA. **Financial Markets, Institutions & Instruments**, v. 8, n. 4, August 1999.
- JOHNSON, R. **An Examination of Rating Agencies' Actions Around the Investment-Grade Boundary**. Research Division of Federal Reserve Bank of Kansas City. Kansas. 2003.
- SANDRONI, Paulo (Org). **Dicionário de Economia**. São Paulo, 1996
- SILVA NETO, Lauro de Araújo. **Derivativos – Definições, Emprego e Risco**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 1999.
- TILLMAN, V. **Comments of Vickie A. Tillman**. Executive Vice President Standard&Poor's Credit Market Services. 2003 (disponível em <http://www.standardandpoors.com.br/www.satan>, acessado em 20/9/2008)

WOLLDRIDGDE, Jeffrey M., **Introdução à Econometria, uma abordagem moderna.**
Editora Thomson , 1961.

Site da BOVESPA:

<http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaAnuaisFechDia.asp?Indice=Ibovespa> acessado no dia 5/10/2008 às 11:00

Site da Fitch Ratings: <http://www.fitch.com.br> acessado no dia 18/10/2008 às 10:10.

Site da Moody's: <http://www.moody.com> acessado no dia 04/010/2008 às 07:40.

Site da S&P: <http://www.standardandpoors.com.br> acessado no dia 18/10/2006 às 22:30.

SOFTWARE ECONOMÁTICA. Base de Dados. Acesso em 20/10/ 2008.

ANEXOS

ANEXO 1

Empresa: Aracruz Celulose S.A.				Código Bovespa: ARCZ5 (PNA EJ NI)	
Data da Mudança de Rating: 17/4/2007					
Situação do Rating: Elevado de Baa3 para Baa2					
DATA	Preço da Ação	Δ % ação	IBOVESPA	Δ % IBOVESPA	Excesso de Retorno
2/4/2007	10,62	-0,65	45597,48	-0,45	-0,20
3/4/2007	10,93	2,92	46288,16	1,51	1,40
4/4/2007	10,76	-1,56	46553,93	0,57	-2,13
5/4/2007	10,71	-0,46	46646,57	0,20	-0,66
9/4/2007	10,71	0,00	46854,71	0,45	-0,45
10/4/2007	11,25	5,04	47174,07	0,68	4,36
11/4/2007	10,98	-2,40	46939,19	-0,50	-1,90
12/4/2007	11,21	2,09	47346,56	0,87	1,23
13/4/2007	11,60	3,48	47926,23	1,22	2,25
16/4/2007	11,70	0,86	48921,21	2,08	-1,21
17/4/2007	11,65	-0,43	48755,48	-0,34	-0,09
18/4/2007	11,50	-1,29	48709,84	-0,09	-1,19
19/4/2007	11,53	0,26	48762,13	0,11	0,15
20/4/2007	11,56	0,26	49408,18	1,32	-1,06
23/4/2007	11,73	1,47	49162,09	-0,50	1,97
24/4/2007	11,52	-1,79	49070,86	-0,19	-1,60
25/4/2007	11,44	-0,69	49675,59	1,23	-1,93
26/4/2007	11,32	-1,05	49067,69	-1,22	0,17
27/4/2007	11,37	0,44	49229,6	0,33	0,11
30/4/2007	11,00	-3,25	48956,39	-0,55	-2,70
2/5/2007	11,30	2,73	49471,54	1,05	1,68

Código Bovespa: BRTO4					
Empresa: Brasil Telecom S.A.					
(PN NI)					
Data da Mudança de Rating: 24/5/2006					
Situação do Rating: Rebaixado de Baa3 para Ba1					
DATA	Preço da Ação	Δ % ação	IBOVESPA	Δ % IBOVESPA	Excesso de Retorno
10/5/2006	10,80	-1,73	41751,50	-0,54	-1,19
11/5/2006	10,35	-4,17	40847,07	-2,17	-2,00
12/5/2006	10,14	-2,03	40211,97	-1,55	-0,47
15/5/2006	10,30	1,58	39271,45	-2,34	3,92
16/5/2006	10,20	-0,97	39416,44	0,37	-1,34
17/5/2006	9,87	-3,24	38290,68	-2,86	-0,38
18/5/2006	9,98	1,11	37807,15	-1,26	2,38
19/5/2006	9,85	-1,30	37732,86	-0,20	-1,11
22/5/2006	9,28	-5,79	36496,92	-3,28	-2,51
23/5/2006	8,90	-4,09	36110,00	-1,06	-3,03
24/5/2006	8,95	0,56	35791,96	-0,88	1,44
25/5/2006	9,30	3,91	37568,66	4,96	-1,05
26/5/2006	9,58	3,01	38629,71	2,82	0,19
29/5/2006	9,30	-2,92	38145,15	-1,25	-1,67
30/5/2006	8,78	-5,59	36412,51	-4,54	-1,05
31/5/2006	8,60	-2,05	36530,04	0,32	-2,37
1/6/2006	9,25	7,56	37748,30	3,33	4,22
2/6/2006	9,05	-2,16	37942,18	0,51	-2,68
5/6/2006	8,90	-1,66	36739,86	-3,17	1,51
6/6/2006	9,25	3,93	36557,80	-0,50	4,43
7/6/2006	8,85	-4,32	35264,00	-3,54	-0,79

Código Bovespa: BRTO4					
Empresa: Brasil Telecom S.A.					
(PN NI)					
Data da Mudança de Rating: 30/5/2008					
Situação do Rating: Elevado de Ba1 para Baa3					
DATA	Preço da Ação	Δ % ação	IBOVESPA	Δ % IBOVESPA	Excesso de Retorno
15/5/2008	19,63	0,15	71492,36	2,09	-1,94
16/5/2008	19,85	1,12	72766,93	1,78	-0,66
19/5/2008	20,00	0,76	73438,83	0,92	-0,17
20/5/2008	19,21	-3,95	73516,81	0,11	-4,06
21/5/2008	19,60	2,03	72294,80	-1,66	3,69
23/5/2008	19,90	1,53	71451,80	-1,17	2,70
26/5/2008	20,50	3,02	71628,74	0,25	2,77
27/5/2008	20,20	-1,46	70992,06	-0,89	-0,57
28/5/2008	20,53	1,63	73153,23	3,04	-1,41
29/5/2008	20,15	-1,85	71797,54	-1,85	0,00
30/5/2008	19,87	-1,39	72592,50	1,11	-2,50
2/6/2008	19,20	-3,37	71897,25	-0,96	-2,41
3/6/2008	19,30	0,52	70011,92	-2,62	3,14
4/6/2008	19,20	-0,52	68673,14	-1,91	1,39
5/6/2008	20,00	4,17	71209,12	3,69	0,47
6/6/2008	19,76	-1,20	69785,87	-2,00	0,80
10/6/2008	20,00	1,21	69281,20	-0,72	1,94
11/6/2008	20,30	1,50	67774,94	-2,17	3,67
12/6/2008	20,00	-1,48	66794,76	-1,45	-0,03
13/6/2008	20,00	0,00	67319,63	0,79	-0,79
14/6/2008	18,91	-5,45	67203,52	-0,17	-5,28

Código Bovespa: VALE3					
Empresa: Companhia Vale do Rio Doce					
(ON N1)					
Data da Mudança de Rating: 8/7/2005					
Situação do Rating: Elevado de Baa2 para Baa1					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
24/6/2005	67,00	-1,90	24916,91	0,41	-2,31
27/6/2005	68,80	2,69	25225,77	1,24	1,45
28/6/2005	70,59	2,60	25261,04	0,14	2,46
29/6/2005	70,00	-0,84	25126,36	-0,53	-0,30
30/6/2005	69,30	-1,00	25051,21	-0,30	-0,70
1/7/2005	70,48	1,70	25311,44	1,04	0,66
4/7/2005	70,41	-0,10	25044,53	-1,05	0,96
5/7/2005	70,04	-0,53	24674,77	-1,48	0,95
6/7/2005	71,75	2,44	24516,86	-0,64	3,08
7/7/2005	71,69	-0,08	24449,51	-0,27	0,19
8/7/2005	73,80	2,94	24422,91	-0,11	3,05
11/7/2005	74,20	0,54	25015,58	2,43	-1,88
12/7/2005	73,85	-0,47	25536,25	2,08	-2,55
13/7/2005	74,99	1,54	25855,91	1,25	0,29
14/7/2005	74,30	-0,92	25919,95	0,25	-1,17
15/7/2005	72,50	-2,42	25221,53	-2,69	0,27
18/7/2005	72,67	0,23	25321,08	0,39	-0,16
19/7/2005	74,38	2,35	25270,60	-0,20	2,55
20/7/2005	76,08	2,29	25704,76	1,72	0,57
21/7/2005	78,00	2,52	25842,37	0,54	1,99
22/7/2005	79,10	1,41	25391,23	-1,75	3,16

Código Bovespa: VALE3					
Empresa: Companhia Vale do Rio Doce					
(ON N1)					
Data da Mudança de Rating: 25/10/2006					
Situação do Rating: Rebaixado de Baa1 para Baa3					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
10/10/2006	49,77	1,55	38654,69	0,65	0,90
11/10/2006	50,30	1,06	38322,21	-0,86	1,93
13/10/2006	50,75	0,89	38850,16	1,38	-0,48
16/10/2006	51,99	2,44	39229,06	0,98	1,47
17/10/2006	50,99	-1,92	38897,50	-0,85	-1,08
18/10/2006	51,21	0,43	38685,99	-0,54	0,98
19/10/2006	52,05	1,64	38919,75	0,60	1,04
20/10/2006	51,44	-1,17	38642,82	-0,71	-0,46
23/10/2006	51,99	1,07	39226,76	1,51	-0,44
24/10/2006	54,40	4,64	39498,98	0,69	3,94
25/10/2006	55,00	1,10	39562,63	0,16	0,94
26/10/2006	54,80	-0,36	39644,78	0,21	-0,57
27/10/2006	54,50	-0,55	39328,47	-0,80	0,25
30/10/2006	53,70	-1,47	38900,49	-1,09	-0,38
31/10/2006	54,15	0,84	39262,79	0,93	-0,09
1/11/2006	55,70	2,86	39930,05	1,70	1,16
3/11/2006	56,40	1,26	40435,18	1,27	-0,01
6/11/2006	57,99	2,82	41246,61	2,01	0,81
7/11/2006	57,36	-1,09	41048,31	-0,48	-0,61
8/11/2006	57,30	-0,10	41334,23	0,70	-0,80
9/11/2006	59,00	2,97	40815,48	-1,26	4,22

Empresa: Companhia Vale do Rio Doce Código Bovespa: VALE3 (ON N1) Data da Mudança de Rating: 29/8/2008 Situação do Rating: Rebaixado de Baa3 para Baa2					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
15/8/2008	41,40	-1,90	54244,03	-1,62	-0,27
18/8/2008	40,48	-2,22	53326,54	-1,69	-0,53
19/8/2008	41,10	1,53	53638,69	0,59	0,95
20/8/2008	43,36	5,50	55377,15	3,24	2,26
21/8/2008	44,20	1,94	55934,69	1,01	0,93
22/8/2008	43,48	-1,63	55377,15	-1,00	-0,63
25/8/2008	42,16	-3,04	54477,25	-1,63	-1,41
26/8/2008	42,20	0,09	54358,70	-0,22	0,31
27/8/2008	43,58	3,27	55519,24	2,13	1,14
28/8/2008	43,80	0,50	56382,22	1,55	-1,05
29/8/2008	43,47	-0,75	55680,41	-1,24	0,49
1/9/2008	42,79	-1,56	55162,14	-0,93	-0,63
2/9/2008	41,80	-2,31	54404,41	-1,37	-0,94
3/9/2008	41,60	-0,48	53527,01	-1,61	1,13
4/9/2008	40,34	-3,03	51408,54	-3,96	0,93
5/9/2008	40,79	1,12	51939,60	1,03	0,08
8/9/2008	39,31	-3,63	50717,97	-2,35	-1,28
9/9/2008	37,36	-4,96	48435,30	-4,50	-0,46
10/9/2008	39,55	5,86	49633,16	2,47	3,39
11/9/2008	41,60	5,18	51270,40	3,30	1,88
12/9/2008	42,66	2,55	52392,86	2,19	0,36

Empresa: Companhia de Bebidas das Americas (AmBev) Código Bovespa: AMBV4 (PN EDJ) Data da Mudança de Rating: 12/8/2002 Situação do Rating: Rebaixado de B1 para Ba2					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
29/7/2002	40,00	-0,99	9240,40	0,25	-1,24
30/7/2002	39,10	-2,25	9341,80	1,10	-3,35
31/7/2002	42,20	7,93	9762,50	4,50	3,42
1/8/2002	41,80	-0,95	9759,60	-0,03	-0,92
2/8/2002	42,10	0,72	9852,00	0,95	-0,23
5/8/2002	41,60	-1,19	9469,80	-3,88	2,69
6/8/2002	40,80	-1,92	9755,00	3,01	-4,93
7/8/2002	40,80	0,00	9869,60	1,17	-1,17
8/8/2002	43,50	6,62	10315,60	4,52	2,10
9/8/2002	44,50	2,30	9985,70	-3,20	5,50
12/8/2002	45,10	1,35	9723,60	-2,62	3,97
13/8/2002	45,20	0,22	9444,10	-2,87	3,10
14/8/2002	45,20	0,00	9343,00	-1,07	1,07
15/8/2002	43,20	-4,42	9183,20	-1,71	-2,71
16/8/2002	43,70	1,15	9526,20	3,74	-2,58
19/8/2002	44,13	0,98	9416,70	-1,15	2,13
20/8/2002	44,01	-0,27	9263,00	-1,63	1,36
21/8/2002	43,45	-1,27	9437,60	1,88	-3,16
22/8/2002	43,15	-0,69	9702,50	2,81	-3,50
23/8/2002	42,80	-0,81	9676,30	-0,27	-0,54
26/8/2002	44,76	4,58	10097,50	4,35	0,23

Empresa: Companhia de Bebidas das Americas (AmBev)			Código Bovespa: AMBV4 (PN EDJ)		
Data da Mudança de Rating: 10/9/2004					
Situação do Rating: Elevado de B2 para B1					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
26/8/2004	63,30	-1,86	22582,04	-2,07	0,21
27/8/2004	63,19	-0,17	22596,84	0,07	-0,24
30/8/2004	63,66	0,74	22869,15	1,21	-0,47
31/8/2004	63,80	0,23	22803,19	-0,29	0,51
1/9/2004	63,38	-0,66	22512,80	-1,27	0,62
2/9/2004	63,30	-0,13	22688,00	0,78	-0,91
3/9/2004	62,50	-1,26	22415,00	-1,20	-0,06
6/9/2004	62,84	0,55	22501,50	0,39	0,16
8/9/2004	62,10	-1,18	22534,30	0,15	-1,32
9/9/2004	61,32	-1,26	22286,40	-1,10	-0,16
10/9/2004	61,20	-0,20	21968,00	-1,43	1,23
13/9/2004	62,40	1,96	21809,20	-0,72	2,68
14/9/2004	62,00	-0,64	22309,40	2,29	-2,93
15/9/2004	61,55	-0,73	22343,50	0,15	-0,88
16/9/2004	62,60	1,71	22875,70	2,38	-0,68
17/9/2004	63,20	0,96	23073,50	0,86	0,09
20/9/2004	64,00	1,27	23078,20	0,02	1,25
21/9/2004	63,70	-0,47	23105,70	0,12	-0,59
22/9/2004	62,50	-1,89	22748,90	-1,54	-0,34
23/9/2004	63,10	0,96	22943,50	0,86	0,10
24/9/2004	63,65	0,87	22972,00	0,12	0,75

Empresa: Companhia de Bebidas das Americas (AmBev)			Código Bovespa: AMBV4 (PN EDJ)		
Data da Mudança de Rating: 13/10/2005					
Situação do Rating: Rebaixado de B1 para B3					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
28/9/2005	83,16	1,54	31317,24	1,43	0,11
29/9/2005	82,30	-1,04	31208,82	-0,35	-0,69
30/9/2005	83,50	1,46	31583,79	1,20	0,26
3/10/2005	86,00	2,99	31856,13	0,86	2,13
4/10/2005	86,40	0,47	31283,83	-1,80	2,26
5/10/2005	82,51	-4,50	30163,52	-3,58	-0,92
6/10/2005	81,10	-1,71	29227,40	-3,10	1,40
7/10/2005	82,80	2,09	29972,99	2,55	-0,46
10/10/2005	82,10	-0,85	30277,22	1,02	-1,86
11/10/2005	81,96	-0,17	30614,23	1,11	-1,28
13/10/2005	80,50	-1,78	29880,04	-2,40	0,62
14/10/2005	78,50	-2,48	29770,22	-0,37	-2,12
17/10/2005	79,50	1,27	30241,61	1,58	-0,31
18/10/2005	76,90	-3,27	29067,91	-3,88	0,61
19/10/2005	76,00	-1,17	29297,11	0,79	-1,96
20/10/2005	75,00	-1,32	28344,08	-3,25	1,94
21/10/2005	78,40	4,53	29175,79	2,93	1,60
24/10/2005	79,10	0,89	29834,99	2,26	-1,37
25/10/2005	79,70	0,76	29498,03	-1,13	1,89
26/10/2005	79,90	0,25	29729,97	0,79	-0,54
27/10/2005	79,60	-0,38	29132,52	-2,01	1,63

Empresa: Companhia de Bebidas das Americas (AmBev)		Código Bovespa: AMBV4 (PN EDJ)			
Data da Mudança de Rating: 25/5/2006					
Situação do Rating: Elevado de Ba3 para Ba2					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
11/5/2006	98,30	-1,60	40847,07	-2,17	0,57
12/5/2006	98,50	0,20	40211,97	-1,55	1,76
15/5/2006	95,00	-3,55	39271,45	-2,34	-1,21
16/5/2006	95,50	0,53	39416,44	0,37	0,16
17/5/2006	92,50	-3,14	38290,68	-2,86	-0,28
18/5/2006	93,60	1,19	37807,15	-1,26	2,45
19/5/2006	94,50	0,96	37732,86	-0,20	1,16
22/5/2006	91,60	-3,07	36496,92	-3,28	0,21
23/5/2006	95,30	4,04	36110,00	-1,06	5,10
24/5/2006	93,80	-1,57	35791,96	-0,88	-0,69
25/5/2006	97,50	3,94	37568,66	4,96	-1,02
26/5/2006	96,10	-1,44	38629,71	2,82	-4,26
29/5/2006	94,50	-1,66	38145,15	-1,25	-0,41
30/5/2006	91,50	-3,17	36412,51	-4,54	1,37
31/5/2006	93,00	1,64	36530,04	0,32	1,32
1/6/2006	96,20	3,44	37748,30	3,33	0,10
2/6/2006	98,25	2,13	37942,18	0,51	1,62
5/6/2006	95,00	-3,31	36739,86	-3,17	-0,14
6/6/2006	92,30	-2,84	36557,80	-0,50	-2,35
7/6/2006	91,50	-0,87	35264,00	-3,54	2,67
8/6/2006	90,00	-1,64	35437,78	0,49	-2,13

Empresa: Companhia de Bebidas das Americas (AmBev)		Código Bovespa: AMBV4 (PN EDJ)			
Data da Mudança de Rating: 31/8/2006					
Situação do Rating: Elevado de Ba2 para Ba1					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
17/8/2006	93,40	2,40	37558,89	-0,32	2,72
18/8/2006	92,80	-0,64	37551,71	-0,02	-0,62
21/8/2006	93,70	0,97	37160,60	-1,04	2,01
22/8/2006	92,85	-0,91	36677,51	-1,30	0,39
23/8/2006	92,00	-0,92	35512,10	-3,18	2,26
24/8/2006	92,45	0,49	35797,26	0,80	-0,31
25/8/2006	93,50	1,14	35957,52	0,45	0,69
28/8/2006	94,70	1,28	36374,51	1,16	0,12
29/8/2006	96,30	1,69	36303,67	-0,19	1,88
30/8/2006	95,55	-0,78	36313,43	0,03	-0,80
31/8/2006	96,30	0,78	36232,22	-0,22	1,01
1/9/2006	98,10	1,87	37329,15	3,03	-1,16
4/9/2006	97,00	-1,12	37693,35	0,98	-2,09
5/9/2006	97,15	0,15	37367,96	-0,86	1,02
6/9/2006	95,13	-2,08	36709,87	-1,76	-0,32
8/9/2006	95,70	0,60	36558,48	-0,41	1,01
11/9/2006	95,30	-0,42	35772,49	-2,15	1,73
12/9/2006	95,70	0,42	36146,66	1,05	-0,63
13/9/2006	96,80	1,15	36549,71	1,12	0,03
14/6/2006	97,00	0,21	36153,60	-1,08	1,29
15/6/2006	97,00	0,00	36169,93	0,05	-0,05

Empresa: Companhia de Bebidas das Americas (AmBev)			Código Bovespa: AMBV4 (PN EDJ)		
Data da Mudança de Rating: 23/8/2007					
Situação do Rating: Elevado de Ba1 para Baa3					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
9/8/2007	12,80	-4,19	53430,84	-3,28	-0,91
10/8/2007	12,75	-0,39	52638,13	-1,48	1,09
13/8/2007	13,05	2,35	52434,01	-0,39	2,74
14/8/2007	12,95	-0,76	50911,75	-2,90	2,14
15/8/2007	12,50	-3,48	49285,30	-3,19	-0,29
16/8/2007	12,00	-4,00	48015,55	-2,58	-1,42
17/8/2007	11,82	-1,53	48558,76	1,13	-2,66
20/8/2007	12,55	6,19	49206,36	1,33	4,85
21/8/2007	12,70	1,22	49815,08	1,24	-0,02
22/8/2007	12,85	1,18	51744,56	3,87	-2,69
23/8/2007	12,90	0,39	51848,23	0,20	0,19
24/8/2007	13,00	0,78	52997,56	2,22	-1,44
27/8/2007	13,03	0,22	53078,15	0,15	0,07
28/8/2007	12,77	-1,99	51645,33	-2,70	0,71
29/8/2007	13,10	2,58	52734,64	2,11	0,47
30/8/2007	13,29	1,42	52857,84	0,23	1,19
31/8/2007	13,60	2,37	54637,24	3,37	-1,00
3/9/2007	13,55	-0,37	54832,51	0,36	-0,73
4/9/2007	13,37	-1,37	55250,47	0,76	-2,13
5/9/2007	13,30	-0,49	54407,83	-1,53	1,04
6/9/2007	13,09	-1,58	54569,00	0,30	-1,88

Empresa: Companhia Energética de Minas Gerais			Código Bovespa: CMIG4 (PN NI)		
Data da Mudança de Rating: 5/8/2002					
Situação do Rating: Rebaixado de Baa3 para Ba1					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
22/7/2002	25,50	-8,93	9892,30	-6,53	-2,40
23/7/2002	26,79	5,06	9745,80	-1,48	6,54
24/7/2002	27,10	1,16	9937,30	1,96	-0,81
25/7/2002	27,00	-0,37	9665,90	-2,73	2,36
26/7/2002	25,30	-6,30	9217,10	-4,64	-1,65
29/7/2002	24,60	-2,77	9240,40	0,25	-3,02
30/7/2002	24,60	0,00	9341,80	1,10	-1,10
31/7/2002	25,89	5,24	9762,50	4,50	0,74
1/8/2002	24,82	-4,13	9759,60	-0,03	-4,10
2/8/2002	25,00	0,73	9852,00	0,95	-0,22
5/8/2002	24,37	-2,52	9469,80	-3,88	1,36
6/8/2002	23,62	-3,08	9755,00	3,01	-6,09
7/8/2008	24,00	1,61	9869,60	1,17	0,43
8/8/2002	25,31	5,46	10315,60	4,52	0,94
9/8/2002	24,00	-5,18	9985,70	-3,20	-1,98
12/8/2002	23,31	-2,88	9723,60	-2,62	-0,25
13/8/2002	22,80	-2,19	9444,10	-2,87	0,69
14/8/2002	21,00	-7,89	9343,00	-1,07	-6,82
15/8/2002	21,10	0,48	9183,20	-1,71	2,19
16/8/2002	23,00	9,00	9526,20	3,74	5,27
19/8/2002	22,50	-2,17	9416,70	-1,15	-1,02

Empresa: Companhia Energética de Minas Gerais		Código Bovespa: CMIG4 (PN NI)			
Data da Mudança de Rating: 29/1/2003					
Situação do Rating: Rebaixado de Ba1 para B1					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
15/1/2003	27,60	-3,16	11971,30	-1,67	-1,49
16/1/2003	27,70	0,36	11951,90	-0,16	0,52
17/1/2003	27,70	0,00	11675,70	-2,31	2,31
20/1/2003	27,50	-0,72	11648,30	-0,23	-0,49
21/1/2003	27,00	-1,82	11434,70	-1,83	0,02
22/1/2003	25,94	-3,93	11142,40	-2,56	-1,37
23/1/2003	27,04	4,24	11162,10	0,18	4,06
24/1/2003	26,60	-1,63	10783,60	-3,39	1,76
27/1/2003	25,30	-4,89	10529,70	-2,35	-2,53
28/1/2003	24,92	-1,50	10516,80	-0,12	-1,38
29/1/2003	25,30	1,52	10863,30	3,29	-1,77
30/1/2003	24,75	-2,17	10750,70	-1,04	-1,14
31/1/2003	25,05	1,21	10941,00	1,77	-0,56
3/2/2003	25,40	1,40	10910,00	-0,28	1,68
4/2/2003	25,00	-1,57	10577,10	-3,05	1,48
5/2/2003	24,60	-1,60	10591,80	0,14	-1,74
6/2/2003	25,61	4,11	10565,80	-0,25	4,35
7/2/2003	25,60	-0,04	10380,50	-1,75	1,71
10/2/2003	25,60	0,00	10479,60	0,95	-0,95
11/2/2003	24,70	-3,52	10509,40	0,28	-3,80
12/2/2003	24,31	-1,58	10509,80	0,00	-1,58

Empresa: Companhia Siderúrgica Nacional		Código Bovespa: CSNA3 (ON)			
Data da Mudança de Rating: 24/11/2003					
Situação do Rating: Elevado de B1 para Ba3					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
10/11/2003	112,90	-1,48	18572,20	-0,54	-0,95
11/11/2003	116,50	3,19	18408,60	-0,88	4,07
12/11/2003	119,30	2,40	18793,50	2,09	0,31
13/11/2003	123,50	3,52	18754,50	-0,21	3,73
14/11/2003	128,98	4,44	18985,80	1,23	3,20
17/11/2003	125,38	-2,79	18668,70	-1,67	-1,12
18/11/2003	123,05	-1,86	18812,90	0,77	-2,63
19/11/2003	120,90	-1,75	18807,30	-0,03	-1,72
20/11/2003	121,85	0,79	19199,10	2,08	-1,30
21/11/2003	121,28	-0,47	19248,30	0,26	-0,72
24/11/2003	120,40	-0,73	19690,50	2,30	-3,02
25/11/2003	124,80	3,65	19809,80	0,61	3,05
26/11/2003	124,30	-0,40	19694,80	-0,58	0,18
27/11/2003	128,00	2,98	19960,70	1,35	1,63
28/11/2003	134,00	4,69	20183,90	1,12	3,57
1/12/2003	135,50	1,12	20520,60	1,67	-0,55
2/12/2003	137,00	1,11	20458,40	-0,30	1,41
3/12/2003	132,90	-2,99	20539,60	0,40	-3,39
4/12/2003	129,50	-2,56	20414,10	-0,61	-1,95
5/12/2003	133,50	3,09	20879,80	2,28	0,81
8/12/2003	139,70	4,64	20888,90	0,04	4,60

Código Bovespa: CSNA3 (ON)					
Empresa: Companhia Siderúrgica Nacional					
Data da Mudança de Rating: 29/7/2005					
Situação do Rating: Elevado de Ba3 para Ba2					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
15/7/2005	40,35	-2,54	25221,53	-2,69	0,16
18/7/2005	40,00	-0,87	25321,08	0,39	-1,26
19/5/2005	41,20	3,00	25270,60	-0,20	3,20
20/7/2005	43,25	4,98	25704,76	1,72	3,26
21/7/2008	45,25	4,62	25842,37	0,54	4,09
22/7/2005	43,35	-4,20	25391,23	-1,75	-2,45
25/7/2005	42,14	-2,79	24530,79	-3,39	0,60
26/7/2005	44,00	4,41	24868,47	1,38	3,04
27/7/2005	43,51	-1,11	25337,82	1,89	-3,00
28/7/2005	44,50	2,28	26068,37	2,88	-0,61
29/7/2005	44,80	0,67	26042,36	-0,10	0,77
1/8/2005	44,29	-1,14	26298,07	0,98	-2,12
2/8/2005	45,50	2,73	26788,54	1,87	0,87
3/8/2005	45,85	0,77	26714,07	-0,28	1,05
4/8/2005	45,33	-1,13	26469,90	-0,91	-0,22
5/8/2005	45,30	-0,07	26517,92	0,18	-0,25
8/8/2005	46,51	2,67	26711,19	0,73	1,94
9/8/2005	48,79	4,90	27291,44	2,17	2,73
10/8/2005	47,61	-2,42	27116,92	-0,64	-1,78
11/8/2005	47,11	-1,05	26633,12	-1,78	0,73
12/8/2005	47,62	1,08	26950,74	1,19	-0,11

Código Bovespa: CSNA3 (ON)					
Empresa: Companhia Siderúrgica Nacional					
Data da Mudança de Rating: 8/9/2008					
Situação do Rating: Elevado de Ba2 para Ba1					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
25/8/2008	53,41	-3,75	54477,25	-2,46	-1,29
26/8/2008	54,00	1,10	54358,70	-0,22	1,32
27/8/2008	55,50	2,78	55519,24	2,13	0,64
28/8/2008	56,85	2,43	56382,22	1,55	0,88
29/8/2008	56,50	-0,62	55680,41	-1,24	0,63
1/9/2008	57,00	0,88	55162,14	-0,93	1,82
2/9/2008	53,70	-5,79	54404,41	-1,37	-4,42
3/9/2008	52,16	-2,87	53527,01	-1,61	-1,26
4/9/2008	48,21	-7,57	51408,54	-3,96	-3,62
5/9/2008	48,39	0,37	51939,60	1,03	-0,66
8/9/2008	46,56	-3,78	50717,97	-2,35	-1,43
9/9/2008	42,70	-8,29	48435,30	-4,50	-3,79
10/9/2008	44,50	4,22	49633,16	2,47	1,74
11/9/2008	47,80	7,42	51270,40	3,30	4,12
12/9/2008	50,85	6,38	52392,86	2,19	4,19
15/9/2008	46,11	-9,32	48416,33	-7,59	-1,73
16/9/2008	48,14	4,40	49228,92	1,68	2,72
17/9/2008	43,75	-9,12	45908,51	-6,74	-2,37
18/9/2008	45,85	4,80	48422,75	5,48	-0,68
19/9/2008	52,00	13,41	53055,38	9,57	3,85
22/9/2008	49,50	-4,81	51540,58	-2,86	-1,95

Código Bovespa: GGBR4 (PN NI)					
Empresa: Gerdau S.A.					
Data da Mudança de Rating: 4/12/2006					
Situação do Rating: Elevado de Ba2 para Ba1					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
17/11/2006	65,11	-4,25	41029,43	-0,32	-3,93
21/11/2006	63,81	-2,00	41570,40	1,32	-3,32
22/11/2006	63,94	0,20	41912,92	0,82	-0,62
23/11/2006	63,40	-0,84	42069,83	0,37	-1,22
24/11/2006	64,41	1,59	41757,72	-0,74	2,33
27/11/2008	62,95	-2,27	40914,63	-2,02	-0,25
28/11/2006	63,62	1,06	41043,15	0,31	0,75
29/11/2006	63,99	0,58	41970,01	2,26	-1,68
30/11/2006	64,70	1,11	41931,84	-0,09	1,20
1/12/2006	63,10	-2,47	41327,07	-1,44	-1,03
4/12/2006	64,79	2,68	42654,33	3,21	-0,53
5/12/2006	65,35	0,86	43157,28	1,18	-0,31
6/12/2006	65,21	-0,21	43096,16	-0,14	-0,07
7/12/2006	64,40	-1,24	42909,29	-0,43	-0,81
8/12/2006	64,75	0,54	42977,58	0,16	0,38
11/12/2006	63,25	-2,32	43297,06	0,74	-3,06
12/12/2006	61,75	-2,37	43018,45	-0,64	-1,73
13/12/2006	62,85	1,78	43284,52	0,62	1,16
14/12/2006	63,10	0,40	43754,56	1,09	-0,69
15/12/2006	63,13	0,05	43595,70	-0,36	0,41
18/12/2006	64,33	1,90	43508,73	-0,20	2,10

Código Bovespa: GOLL4 (PN EDJ N2)					
Empresa: Gol Linhas Aereas Inteligentes S.A.					
Data da Mudança de Rating: 27/5/2006					
Situação do Rating: Rebaixado de Ba2 para Ba3					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
12/5/2008	27,17	0,63	70415,82	1,11	-0,48
13/5/2008	27,00	-0,63	70503,25	0,12	-0,75
14/5/2008	26,94	-0,22	70026,62	-0,68	0,45
15/5/2008	27,60	2,45	71492,36	2,09	0,36
16/5/2008	27,14	-1,67	72766,93	1,78	-3,45
19/5/2008	27,00	-0,52	73438,83	0,92	-1,44
20/5/2008	26,48	-1,93	73516,81	0,11	-2,03
21/5/2008	24,82	-6,27	72294,80	-1,66	-4,61
23/5/2008	24,31	-2,05	71451,80	-1,17	-0,89
26/5/2008	23,91	-1,65	71628,74	0,25	-1,89
27/5/2008	24,09	0,75	70992,06	-0,89	1,64
28/5/2008	24,25	0,66	73153,23	3,04	-2,38
29/5/2008	25,45	4,95	71797,54	-1,85	6,80
30/5/2008	25,22	-0,90	72592,50	1,11	-2,01
2/6/2008	24,19	-4,08	71897,25	-0,96	-3,13
3/6/2008	23,41	-3,22	70011,92	-2,62	-0,60
4/6/2008	23,59	0,77	68673,14	-1,91	2,68
5/6/2008	24,00	1,74	71209,12	3,69	-1,95
6/6/2008	23,00	-4,17	69785,87	-2,00	-2,17
9/6/2008	22,30	-3,04	69281,20	-0,72	-2,32
10/6/2008	21,30	-4,48	67774,94	-2,17	-2,31

Empresa: Gol Linhas Aereas Inteligentes S.A. Código Bovespa: GOLL4 (PN EDJ N2) Data da Mudança de Rating: 7/8/2008 Situação do Rating: Rebaixado de Ba3 para B1					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
24/7/2008	13,82	-1,99	57434,37	-3,34	1,36
25/7/2008	14,30	3,47	57199,14	-0,41	3,88
28/7/2008	14,68	2,66	56869,02	-0,58	3,23
29/7/2008	15,03	2,38	58042,87	2,06	0,32
30/7/2008	15,23	1,33	59997,64	3,37	-2,04
31/7/2008	15,76	3,48	59505,17	-0,82	4,30
1/8/2008	15,25	-3,24	57630,35	-3,15	-0,09
4/6/2008	16,16	5,97	55609,07	-3,51	9,47
5/8/2008	16,36	1,24	56470,59	1,55	-0,31
6/8/2008	16,77	2,51	57542,49	1,90	0,61
7/8/2008	15,96	-4,83	57017,55	-0,91	-3,92
8/8/2008	18,55	16,23	56584,40	-0,76	16,99
11/8/2008	19,10	2,96	54720,25	-3,29	6,26
12/8/2008	16,44	-13,93	54502,97	-0,40	-13,53
13/8/2008	15,50	-5,72	54573,18	0,13	-5,85
14/8/2008	15,96	2,97	55138,35	1,04	1,93
15/8/2008	16,63	4,20	54244,03	-1,62	5,82
18/8/2008	16,85	1,32	53326,54	-1,69	3,01
19/8/2008	16,10	-4,45	53638,69	0,59	-5,04
20/8/2008	17,12	6,34	55377,15	3,24	3,09
21/8/2008	16,49	-3,68	55934,69	1,01	-4,69

Empresa: Petrobras S.A. Código Bovespa: PETR4 (PN) Data da Mudança de Rating: 8/7/2008 Situação do Rating: Elevado de Baa1 para A2					
DATA	Preço da Ação	Δ% ação	IBOVESPA	Δ% IBOVESPA	Excesso de Retorno
24/6/2005	39,90	0,00	24916,91	0,41	-0,41
27/6/2008	39,20	-1,75	25225,77	1,24	-2,99
28/6/2008	39,50	0,77	25261,04	0,14	0,63
29/6/2005	38,90	-1,52	25126,36	-0,53	-0,99
30/6/2005	37,90	-2,57	25051,21	-0,30	-2,27
1/7/2005	38,00	0,26	25311,44	1,04	-0,77
4/7/2005	37,25	-1,97	25044,53	-1,05	-0,92
5/7/2005	36,59	-1,77	24674,77	-1,48	-0,30
6/7/2005	36,60	0,03	24516,86	-0,64	0,67
7/7/2005	35,80	-2,19	24449,51	-0,27	-1,91
8/7/2005	35,61	-0,53	24422,91	-0,11	-0,42
11/7/2005	37,60	5,59	25015,58	2,43	3,16
12/7/2005	39,94	6,22	25536,25	2,08	4,14
13/7/2005	41,02	2,70	25855,91	1,25	1,45
14/7/2005	41,40	0,93	25919,95	0,25	0,68
15/7/2005	40,35	-2,54	25221,53	-2,69	0,16
18/7/2005	40,00	-0,87	25321,08	0,39	-1,26
19/7/2008	41,20	3,00	25270,60	-0,20	3,20
20/7/2008	43,25	4,98	25704,76	1,72	3,26
21/7/2008	45,25	4,62	25842,37	0,54	4,09
22/7/2008	43,35	-4,20	25391,23	-1,75	-2,45

LISTA DE RATINGS DA MOODY'S PARA O BRASIL

4 de Agosto de 2008

Soberano

Teto Soberano para Moeda Estrangeira

Nome do Emissor	Perspectiva	Títulos e Notas		Depósitos Bancários	
		LP	CP	LP	CP
Brazil	STA	Baa3	P-3	Ba2	NP

Nome do Emissor	Perspectiva	Ratings na Escala Global						Ratings na Escala Nacional			
		Moeda Estrangeira			Moeda Local			Moeda Estrangeira		Moeda Local	
		Rating Emissor	LP	CP	Rating Emissor	LP	CP	LP	CP	LP	CP
Brazil, Government of	STA	Ba1 [2]	Ba1	-	Ba1 [2]	Ba1	-	-	-	-	-

Nome do Emissor	Perspectiva	Ratings na Escala Global						Ratings na Escala Nacional			
		Moeda Estrangeira			Moeda Local			Moeda Estrangeira		Moeda Local	
		Rating Emissor	LP	CP	Rating Emissor	LP	CP	LP	CP	LP	CP
Belo Horizonte, City of	STA	Ba1 [2]	-	-	Ba1 [2]	-	-	-	-	Aa2.br [2]	-
Ceara, State of	STA	Ba2 [2]	-	-	Ba2 [2]	-	-	-	-	-	-
Curitiba, City of	STA	Ba1 [2]	-	-	Ba1 [2]	-	-	-	-	Aa1.br [2]	-
Minas Gerais, State of	STA	Ba3 [2]	-	-	Ba3 [2]	-	-	-	-	-	-
Rio de Janeiro, City of	STA	Ba2 [2]	-	-	Ba2 [2]	-	-	-	-	Aa3.br [2]	-
Sao Paulo, State of	STA	Ba2 [2]	-	-	Ba2 [2]	-	-	-	-	-	-

Instituições Financeiras

Nome do Emissor	Perspectiva	Ratings na Escala Global									Ratings na Escala Nacional			
		Moeda Estrangeira					Moeda Local				Moeda Estrangeira		Moeda Local	
		Rating Emissor	LP	Dep. LP	CP	Rating Emissor	LP	Dep. LP	CP	Força Fin.	LP	CP	LP	CP
Banco ABC Brasil S.A.	NEG(m)	-	-	Ba2	NP	-	-	Baa2	P-2	D+	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banco ABN AMRO Real S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	-	-	C	-	-	-	-
Banco BBM S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	Ba1	NP	D+	-	-	Aa2.br [3]	BR-1
Banco BGN S.A.	RUR	-	-	Ba3	NP	-	-	Ba3	NP	D-	-	-	A2.br [3]	BR-1
Banco BMG S.A.	STA	-	-	Ba1	Ba2	NP	-	Ba1	NP	D+	-	-	Aa2.br [3]	BR-1
Banco Bonsucesso S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	Ba2	NP	D	-	-	A1.br [3]	BR-1
Banco Bradesco S.A.	STA	-	-	Baa3 [9]	Ba2	NP	-	A1	P-1	B-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banco BVA S.A.	STA	-	-	B2	NP	-	-	B2	NP	E+	-	-	Ba1.br [3]	BR-3
Banco Citibank S.A.	STA	-	-	Baa3 [7]	Ba2	NP	-	-	-	C-	-	-	-	-
Banco Cruzeiro do Sul S.A.	NEG(m)	-	-	Ba1	Ba2	NP	-	Ba1	NP	D+	-	-	Aa2.br [3]	BR-1
Banco do Brasil S.A.	STA	-	-	Baa3 [9]	Ba2	NP	-	A1	P-1	C	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banco Fibra S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	Ba2	NP	D	-	-	A1.br [3]	BR-1
Banco GMAC S.A.	NEG(m)	-	-	B2	NP	-	-	B2	NP	E+	-	-	Baa3.br [3]	BR-3
Banco Ibi S.A. - Banco Múltiplo	STA	-	-	Ba3	NP	-	-	Ba3	NP	D-	-	-	A3.br [3]	BR-2
Banco Industrial do Brasil S.A.	STA	-	-	Ba3	NP	-	-	Ba3	NP	D-	-	-	A3.br [3]	BR-2

Instituições Financeiras

Nome do Emissor	Perspectiva	Ratings na Escala Global									Ratings na Escala Nacional			
		Moeda Estrangeira			Moeda Local			Moeda Estrangeira		Moeda Local				
		Rating Emissor	LP	Dep. LP	CP	Rating Emissor	LP	Dep. LP	CP	Força Fin.	LP	CP	LP	CP
Banco Industrial e Comercial S.A. (Bicbanco)	STA	-	Ba1	Ba2	NP	-	-	Ba1	NP	D+	-	-	Aa2.br [3]	BR-1
Banco Itau BBA S.A.	STA	-	Baa3 [9]	Ba2	NP	-	-	A1	P-1	B-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banco Itau S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	A1	P-1	B-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banco Mercantil do Brasil S.A.	STA	-	Ba2	Ba2	NP	-	-	Ba2	NP	D	-	-	Aa3.br [3]	BR-1
Banco Modal S.A.	STA	-	-	Ba3	NP	-	-	Ba3	NP	D-	-	-	A3.br [3]	BR-2
Banco Nac. Desenv. Economico e Social - BNDES	STA	-	Baa3	Ba2	NP	A1 [2]	-	-	P-1	-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banco Nossa Caixa S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	A3	P-2	D+	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banco PanAmericano S.A.	STA	-	Ba2	Ba2	NP	-	-	Ba2	NP	D	-	-	A1.br [3]	BR-1
Banco Paulista S.A.	STA	-	-	B1	NP	-	-	B1	NP	E+	-	-	Baa2.br [3]	BR-3
Banco Pine S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	Ba2	NP	D	-	-	A1.br [3]	BR-1
Banco Prosper S.A.	RUR	-	-	Ba3	NP	-	-	Ba3	NP	D-	-	-	A3.br [3]	BR-2
Banco Ribeirao Preto S.A. (BRP)	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	Ba2	NP	D	-	-	A1.br [3]	BR-1
Banco Safra S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	Baa1	P-2	C-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banco Santander S.A. (Brazil)	POS(m)	-	-	Ba2	NP	-	-	A3	P-2	C-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banco Schahin S.A.	STA	-	Ba3 [9]	Ba3	NP	-	-	Ba3	NP	D-	-	-	A2.br [3]	BR-2
Banco Sofisa S.A.	STA	-	Ba1	Ba2	NP	-	-	Ba1	NP	D+	-	-	Aa2.br [3]	BR-1
Banco Votorantim S.A.	STA	-	Baa3 [9]	Ba2	NP	-	-	Baa1	P-2	C-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Banif - Banco Int. do Funchal (Brasil), S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	Ba1	NP	D-	-	-	Aa2.br [3]	BR-1
Banif Banco de Investimento (Brasil) S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	Ba1	NP	D-	-	-	Aa2.br [3]	BR-1
BES Investimento do Brasil S.A.	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	Baa1	P-2	D+	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
BFB Leasing S.A., Arrendamento Mercantil	STA	-	-	-	-	A1 [2]	A2 [5]	-	-	-	-	-	Aaa.br [2]	-
BIC - Arrendamento Mercantil S.A.	STA	-	-	-	-	Ba1 [2]	Ba2 [5]	-	-	-	-	-	Aa2.br [2]	-
BNDES Participacoes S.A. - BNDESPAR	STA	-	-	-	-	A1 [2]	A1	-	-	-	-	-	Aaa.br [2]	-
Caixa Economica Federal (CAIXA)	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	A1	P-1	D+	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Cia Itauleasing de Arrendamento Mercantil S.A.	STA	-	-	-	-	A1 [2]	A2 [5]	-	-	-	-	-	Aaa.br [2]	-
Dibens Leasing S.A. - Arrendamento Mercantil	STA	-	-	-	-	A1 [2]	A1 [9]	-	-	-	-	-	Aaa.br [2]	-
Dresdner Bank Brasil S.A. Banco Multiplo	STA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Multiplo	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	A1	P-1	C	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
ING Bank N.V. - Sao Paulo	STA	-	-	Ba2	NP	-	-	A1	P-1	-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1
Uniao de Bancos Brasileiros S.A. (Unibanco)	STA	-	Baa3 [9]	Ba2	NP	-	-	A1	P-1	B-	-	-	Aaa.br [3]	BR-1

Seguradoras

Nome do Emissor	Perspectiva	Ratings na Escala Global							Ratings na Escala Nacional					
		Moeda Estrangeira			Moeda Local				Moeda Estrangeira		Moeda Local			
		Rating Emissor	LP	CP	Rating Emissor	LP	CP	Força Fin.	LP	CP	LP	CP		
ACE Seguradora S.A.	STA	-	-	-	-	-	-	Baa1	-	-	-	-	Aaa.br [8]	-
Chubb do Brasil Companhia de Seguros	STA	-	-	-	-	-	-	Baa2	-	-	-	-	Aaa.br [8]	-
Itau Seguros S.A.	STA	-	-	-	-	-	-	A2	-	-	-	-	Aaa.br [8]	-
Itau Vida e Previdencia S.A.	STA	-	-	-	-	-	-	A2	-	-	-	-	Aaa.br [8]	-
Itauseg Participacoes S.A.	STA	-	-	-	-	-	-	Baa1 [5]	-	-	-	-	Aaa.br [5]	-

Corporações

Nome do Emissor	Perspectiva	Ratings na Escala Global						Ratings na Escala Nacional			
		Moeda Estrangeira			Moeda Local			Moeda Estrangeira		Moeda Local	
		Rating Emissor	LP	CP	Rating Emissor	LP	CP	LP	CP	LP	CP
Lupatech S.A.	STA	-	-	-	Ba3 [1]	-	-	-	-	A3.br [1]	-
Machadinho Energetica S.A. - MAESA	STA	-	-	-	-	Ba2 [5]	-	-	-	Aa3.br [5]	-
Magnesita Refratarios S.A.	STA	-	-	-	Ba1 [1]	-	-	-	-	Aa2.br [1]	-
Marfrig Frigorificos e Comercio Alim. S.A.	RUR	-	-	-	B1 [1]	-	-	-	-	-	-
NET Servicos de Comunicacao S.A.	STA	-	Ba2	-	Ba2 [1]	-	-	-	-	Aa3.br [1]	-
Perdigao S.A.	STA	-	-	-	Ba1 [1]	-	-	-	-	-	-
Petroleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS	STA	-	(P)Baa1	NP	A2 [2]	A2	-	-	-	Aaa.br	-
Rede Empresas de Energia Eletrica S.A.	STA	-	B3	-	B2 [1]	-	-	-	-	Ba1.br [1]	-
Rio Grande Energia S.A. - RGE	STA	-	-	-	-	Ba2	-	-	-	Aa2.br	-
S.A. Fabrica de Produtos Alimenticios Vigor	RUR	-	B2	-	B2 [1]	-	-	-	-	-	-
Sadia S.A.	STA	-	-	-	Ba2 [1]	-	-	-	-	-	-
Tele Norte Leste Participacoes S.A.	STA	-	-	-	Baa3 [2]	-	-	-	-	-	-
Telecomunicacoes de Sao Paulo S.A. - TELESP	STA	-	-	-	-	Baa2	-	-	-	Aaa.br	-
Telemar Norte Leste S.A.	STA	-	-	-	Baa2 [2]	-	-	-	-	Aaa.br	-
Terphane Holding Corporation	NEG	Caa2 [1]	Caa2 [6]	-	-	-	-	-	-	-	-
Ultrapar Participacoes S.A.	STA	-	-	-	Baa3 [2]	-	-	-	-	-	-
Unialco S.A. Alcool e Acucar	STA	-	-	-	B2 [1]	-	-	-	-	-	-
Usinas Siderurgicas de Minas Gerais S.A.	STA	-	Baa3 [7]	-	Baa3 [2]	Ba1 [5]	-	-	-	Aaa.br [2]	-
VCP - Votorantim Celulose e Papel S.A.	STA	-	-	-	Baa3 [2]	-	-	-	-	Aa1.br [2]	-
Votorantim Participacoes S.A.	POS(m)	-	-	-	Baa3 [2]	-	-	-	-	Aaa.br [2]	-

Management Quality Ratings

Nome	Tipo	Rating
BB Administracao de Ativos D.T.V.M. S.A.	ASSET MANAGEMENT	MQ1
Bradesco Asset Management	ASSET MANAGEMENT	MQ1
Icatu Hartford Admin. de Recursos Ltda.	ASSET MANAGEMENT	MQ2
Legg Mason Western Asset Brasil	ASSET MANAGEMENT	MQ1
Santander Asset Management - Brazil	ASSET MANAGEMENT	MQ1
Viter Caixa	ASSET MANAGEMENT	MQ1

Project Finance

Nome do Emissor	Setor	Classe de Rating	Rating	Rating Fundamental	Ratings na Escala Nacional
Companhia Petrolifera Marlim	OIL	Senior Secured	Baa3	-	-
Companhia Petrolifera Marlim	OIL	Senior Secured MTN	Baa3	-	-
Companhia de Saneamento do Parana - SANEPAR	WATER	Senior Unsecured	Ba3	-	A3.br
NovaMarlim Petroleo S.A.	OIL	-	-	-	Aaa.br

Emissores classificados Aaa ratings são transações com seguro. Ratings duplos indicam o Aaa com seguro e o rating fundamental publico.

Operações Estruturadas

Data de Início do Rating	Data da Última Alteração de Rating	Nome da Transação	Nome da Tranche	Montante (MM)	Ratings na Escala Global	Ratings na Escala Nacional
Sep-05	Nov-05	31st Series of Certificates of Rio Bravo Securitizadora S.A.	Loan Certificates	BRL 200.0	Baa3	Aaa.br
Mar-07	Dec-07	3rd Series of Certificates of Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização	Certificates (CRIs)	BRL 100.2	Baa3	Aaa.br

Operações Estruturadas

Data de Início do Rating	Data da Última Alteração de Rating	Nome da Transação	Nome da Tranche	Montante (MM)	Ratings na Escala Global	Ratings na Escala Nacional
Apr-07	Dec-07	4th Series of Certificates of Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização	Certificates (CRIs)	BRL 99.6	Baa3	Aaa.br
Jun-05	Apr-08	Beta Securitizadora Series 2005-1	Class A CRIs	BRL 7.1	Ba1	Aa2.br
-	May-08	BMC FIDC - CRÉDITO CONSIGNADO INSS - Series 2008-1	Senior	BRL 1,000.0	(P)Baa2	-
May-08	May-08	BMG FIDC Consignados Públicos VII - Series 2008-1	Senior Shares	BRL 415.0	Baa3	Aaa.br
Jun-06	Aug-06	BMG FIDC V - Series 2006-1	Senior Shares - 2006-1	BRL 207.5	Baa3	Aaa.br
Dec-06	Dec-07	BMG FIDC VI	Senior Shares	BRL 539.5	Baa3	Aaa.br
Feb-04	May-08	Brasil Telecom S.A.	Unsec. Nts	USD 200.0	Baa3	-
Aug-02	Nov-07	Brazilian Securities Companhia Securitizadora S.A. Series 2002-2	Class A	BRL 5.1	B2	Ba1.br
Feb-06	Feb-06	Brazilian Securities Series 2005-36	Sr. Ctfs	BRL 6.6	Ba3	A2.br
Mar-06	Mar-06	Brazilian Securities Series 2005-40	Sr. Ctfs	BRL 9.5	Ba3	A2.br
Aug-06	Mar-07	BV FIDC II	Senior Shares-1	BRL 500.0	Baa1	Aaa.br
Aug-06	Mar-07	BV FIDC II	Subordinated Shares - Class B	BRL 1,517.0	Caa1	B3.br
Jun-06	Nov-06	BV Financeira - FIDC I	Senior Shares-1	BRL 500.0	Baa2	Aaa.br
Nov-05	Dec-05	Chemical II - FIDC - Series 2005-1	2005-1 Senior Shares	BRL 400.0	Ba1	Aa2.br
Mar-08	Mar-08	CHEMICAL III - FIDC INDÚSTRIA PETROQUÍMICA - Series 2008-1	Senior	BRL 300.0	Ba1	-
Mar-08	Mar-08	CHEMICAL III - FIDC INDÚSTRIA PETROQUÍMICA - Series 2008-1	Subordinated Mezzanine	BRL 24.0	B3	-
Sep-03	Nov-06	Companhia Brasileira de Bebidas (CBB) US\$500,000,000 Senior Notes due 2013	Notes	USD 500.0	Baa1	-
Dec-01	Nov-06	Companhia Brasileira de Bebidas (CBB) US\$500,000,000 10 1/2% Senior Notes due 2011	Notes	USD 500.0	Baa1	-
Nov-06	Nov-06	CPTM FIDC	Senior Shares	BRL 150.0	(P)Ba2	Aa3.br
Jan-06	Sep-06	FIDC BCSUL VERAX II - SERIES 2005-2	BCSUL Senior 2005-2	BRL 112.5	Baa2	Aaa.br
Jun-06	Sep-06	FIDC BCSUL VERAX II - SERIES 2006-1	Senior Shares - 2006-1	BRL 75.0	Baa2	Aaa.br
Mar-07	Mar-07	FIDC BCSUL VERAX II - Series 2007-1	Senior Shares - 2007-1	BRL 150.0	Baa2	Aaa.br
Apr-08	Apr-08	FIDC BGN - Life - Credito Consignado - Series 2008-1	Senior Shares	BRL 150.0	Baa3	-
Oct-05	Sep-06	FIDC BGN - LIFE - Series 2005-2	Senior Shares Series 2005-2	BRL 100.0	Baa2	Aaa.br
Dec-06	Mar-07	FIDC BGNPREMIUM I, Series 2006-1	Senior Shares 2006-1	BRL 150.0	Baa3	Aaa.br
Oct-06	Oct-06	FIDC BMC PREMIUM - VEICULOS - Series 2006-1	Senior Shares	BRL 100.0	Baa3	Aaa.br
Aug-07	Aug-07	FIDC BVA - CRÉDITO CONSIGNADO - SERIES 2007-1	Senior Shares	BRL 100.0	(P)Baa3	Aaa.br
Aug-07	Aug-07	FIDC BVA - CRÉDITO CONSIGNADO - SERIES 2007-1	Subordinated Mezzanine	BRL 20.0	(P)B1	Baa1.br
Sep-07	Sep-07	FIDC INTERMEDIUM CRÉDITOS CONSIGNADOS - SERIES 2007-1	Senior Shares 2007-1	BRL 60.0	Baa3	Aaa.br
-	Jun-08	FIDC Intermedium Créditos Consignados - Series 2008-1	Senior Shares	BRL 60.0	(P)Baa3	-
-	Jul-08	FIDC Não Padronizados Obras Civis de BH	Senior Shares	BRL 217.0	(P)Ba2	-
May-07	Aug-07	FIDC Paulista - Veiculos	Senior Shares - 2007-1	BRL 100.0	Ba2	Aa2.br
-	May-08	FIDC Paulista - Veiculos II - Series 2008-1	Senior Shares	BRL 100.0	(P)Baa3	-
Jul-05	Aug-05	Fundo Bonsucesso - Series 2005-1	2005-1-A	BRL 50.0	Baa2	Aaa.br
Oct-04	Jul-06	Furnas I - FIDC	Notes	BRL 336.4	Ba1	Aa1.br
May-05	Jul-06	Furnas II - FIDC	Notes	BRL 880.0	Ba1	Aa1.br
Mar-06	Apr-06	Grupo Brasil - FIDC do Segmento Industrial (Series 2006-1)	Senior Shares 2006-1	BRL 85.0	Baa3	Aaa.br
Mar-08	Mar-08	Grupo Brasil FIDC - Series 2007-1	Senior Shares	BRL 51.0	Baa3	-
Nov-05	Dec-05	Ibitrust FIDC - Series 2005-1	Senior Shares	BRL 80.0	Baa3	Aaa.br
Feb-07	Dec-07	Ourinvest FIDC - Suppliercard	Senior Shares	BRL 30.0	Ba2	Aa2.br
Dec-02	May-08	PB Special Trust 2001-P15 and PB Special Trust 2001-P32	Loan Certificates	USD 300.0	Baa1	-
Dec-03	Dec-03	Tele Norte Leste Participacoes S.A.	Notes	USD 300.0	Baa3	-

Perspectivas
STA = Estável
POS = Positiva
NEG = Negativa
DEV = Em Desenvolvimento
NOO = Sem Perspectiva
RUR = Rating(s) Sob Revisão

(m) = Existem múltiplas perspectivas, com direções diferentes, para este emissor.
STA(m) = Estável, com diferenças direcionais em termos de ativo/emissor.
NEG(m) = Negativa, com diferenças direcionais em termos de ativo/emissor.
POS(m) = Positiva, com diferenças direcionais em termos de ativo/emissor.
DEV(m) = Em Desenvolvimento, com diferenças direcionais em termos de ativo/emissor.
RWR = Ratings Retirados

Definições de Ratings: Escala Nacional De Ratings da Moody's

National Scale Ratings

Moody's assigns national scale ratings in certain local capital markets in which investors have found the global rating scale provides inadequate differentiation among credits or is inconsistent with a rating scale already in common use in the country.

Relative Rankings

Moody's National Scale Ratings are opinions of the relative creditworthiness of issuers and issues within a particular country. While loss expectation will be an important differentiating factor in the ultimate rating assignment, it should be noted that loss expectation associated with National Scale Ratings can be expected to be significantly higher than apparently similar rating levels on Moody's global scale.

Moody's National Scale Ratings rank issuers and issues in order of relative creditworthiness: higher ratings are associated with lower expected credit loss.

Not Globally Comparable

National Scale Ratings can be understood as a relative ranking of creditworthiness (including relevant external support) within a particular country. National Scale Ratings are not designed to be compared among countries; rather, they address relative credit risk within a given country. Use of National Scale Ratings by investors is only appropriate within that portion of a portfolio that is exposed to a given country's local market, taking into consideration the various risks implied by that country's foreign and local currency ratings.

Rating Criteria

National Scale Ratings take into account the intrinsic financial strength of the obligor, including such traditional credit factors as management quality, market position and diversity, financial flexibility, transparency, the regulatory environment, and the issuer's ability to meet its financial obligations through the course of normal local business cycles. Issuer segments subject to an abrupt decline in creditworthiness will generally be rated lower than segments less exposed. Certain external support factors may be taken into consideration, including instrument-specific guarantees and indentures, and parent company or government support (if any).

Treatment of Sovereign Risk

National Scale Ratings take into account all credit risks that bear on timely and full payment of a debt obligation, including sovereign related risks such as relative vulnerability to political developments, national monetary and fiscal policies, and, in rare cases, foreign currency convertibility and transfer risk.

Ratings em Escala Nacional

A Moody's atribui ratings em escala nacional em alguns mercados de capitais locais nos quais investidores consideram que a escala global de rating fornece diferenciação inadequada entre créditos, ou é inconsistente com a escala de rating em uso regular no país.

Rankings Relativos

Os Ratings em Escala Nacional da Moody's são opiniões sobre a qualidade de crédito relativa de emissores e emissões dentro de um determinado país. Ao mesmo tempo que a perda esperada é um fator de diferenciação importante na atribuição do rating, entretanto, deve-se notar que a perda esperada associada aos ratings em Escala Nacional será significativamente maior que a de níveis de rating aparentemente similares na escala global da Moody's.

Os Ratings em Escala Nacional da Moody's ordenam emissores e emissões de acordo com a qualidade de crédito relativa: ratings mais elevados são associados a menores níveis de perda esperada.

Impossibilidade de Comparação Global

Os Ratings em Escala Nacional podem ser entendidos como um ordenamento relativo da qualidade de crédito (incluindo suporte externo relevante) dentro de um determinado país. Os Ratings em Escala Nacional não foram desenvolvidos para serem comparados entre diferentes países; ao contrário, eles tratam do risco de crédito relativo dentro de um dado país. O uso dos Ratings em Escala Nacional por investidores é adequado apenas em relação à parte de um portfólio exposto ao mercado local do país em questão, levando-se em consideração os vários riscos relacionados aos ratings em moeda estrangeira e local do país.

Crítérios do Rating

Os Ratings em Escala Nacional levam em consideração a força financeira intrínseca do devedor, incluindo fatores de crédito tradicionais como qualidade de gestão, posição e diversidade de mercado, flexibilidade financeira, transparência, ambiente regulatório e a capacidade do emissor de cumprir suas obrigações financeiras ao longo do curso regular de seu ciclo de negócios. Emissores cujos segmentos de atividade são sujeitos a declínio abrupto de qualidade de crédito geralmente serão classificados abaixo daqueles segmentos menos expostos. Alguns fatores externos de suporte poderão ser considerados, incluindo instrumentos específicos de garantia e escrituras, e suporte prestado pela companhia controladora ou governo (se houver).

Tratamento do Risco Soberano

Os Ratings em Escala Nacional levam em consideração todos os riscos de crédito que recaem sobre o cumprimento pontual e integral de uma dívida, incluindo riscos relacionados ao governo, tais como vulnerabilidade a acontecimentos políticos, políticas monetária e fiscal e, em casos raros, riscos relacionados à conversibilidade de moeda estrangeira e risco de transferência.

Certain extreme events, such as a local currency payment system disruption, are largely extraneous to the analysis (at least as a differentiating factor) since all issuers would probably be equally affected by such a failure. In other extreme cases, such as a government rescheduling or moratorium on local or foreign currency debt obligations, issuers or issues with higher ratings should be relatively more insulated from such an event; nonetheless, in such a situation, even the highest-rated entities may be at risk of temporary default.

For this reason, the traditional concept of "investment grade" that is applied in the international markets cannot necessarily be applied even to the highest national ratings. Although national governments are often in a position to receive the highest national credit ratings, it cannot, in Moody's view, be taken for granted that a country's national government is necessarily the best credit on a domestic scale, since it is possible for a government to default on its local currency obligations while other issuers continue to perform.

National Scale Long-Term Ratings

The rating definitions are as follows, with an "n" modifier signifying the relevant country, for example, Aaa.br for Brazil, or Aaa.tw for Taiwan. Each national scale rating category (e.g. Aaa.n, Aa1.n, etc.) may represent a wide range of creditworthiness and may map to several different notches on Moody's standard global rating scale.

Aaa.n

Issuers or issues rated Aaa.n demonstrate the strongest creditworthiness relative to other domestic issuers.

Aa.n

Issuers or issues rated Aa.n demonstrate very strong creditworthiness relative to other domestic issuers.

A.n

Issuers or issues rated A.n present above-average creditworthiness relative to other domestic issuers.

Baa.n

Issuers or issues rated Baa.n represent average creditworthiness relative to other domestic issuers.

Ba.n

Issuers or issues rated Ba.n demonstrate below-average creditworthiness relative to other domestic issuers.

B.n

Issuers or issues rated B.n demonstrate weak creditworthiness relative to other domestic issuers.

B.n

Issuers or issues rated B.n demonstrate weak creditworthiness relative to other domestic issuers.

Alguns eventos extremos, como um distúrbio no sistema de pagamentos em moeda local, são, de forma geral, irrelevantes à análise (ao menos como fatores de diferenciação), considerando-se que todos os emissores seriam provavelmente afetados de igual forma pelo problema. Em outros casos extremos, como o rescalonamento ou moratória em moeda local ou estrangeira pelo governo, emissores ou emissões com ratings mais elevados estariam relativamente mais isolados da ocorrência; não obstante, nesse caso até mesmo as entidades com os melhores ratings podem estar sujeitas ao risco de inadimplência temporária.

Por essa razão, o conceito tradicional de "grau de investimento", aplicado para mercados internacionais, não pode ser necessariamente aplicado, inclusive, para os melhores ratings nacionais. Embora governos nacionais estejam quase sempre em posição de receber os ratings de crédito nacionais mais elevados, não se pode, segundo a visão da Moody's, considerar de antemão que o governo de um país seja necessariamente o melhor crédito em escala nacional, pois é possível a um governo inadimplir em suas obrigações em moeda nacional enquanto outros emissores continuam cumprindo as suas.

Ratings de Longo Prazo em Escala Nacional

As definições de rating são as seguintes, sendo que um modificador "n" indica o país em questão. Por exemplo, Aaa.br para Brasil ou Aaa.tw para Taiwan. Cada categoria de rating na escala nacional (ex.: Aaa.n, Aa1.n, etc.) pode representar uma ampla gama de qualidade de crédito, podendo ser mapeada para vários diferentes níveis na escala de rating global padrão da Moody's.

Aaa.n

Emissores ou emissões com o rating Aaa.n apresentam a qualidade de crédito mais forte em relação a outros emissores domésticos.

Aa.n

Emissores ou emissões com o rating Aa.n apresentam qualidade de crédito muito forte em relação a outros emissores domésticos.

A.n

Emissores ou emissões com o rating A.n apresentam qualidade de crédito acima da média em relação a outros emissores domésticos.

Baa.n

Emissores ou emissões com o rating Baa.n apresentam qualidade de crédito média em relação a outros emissores domésticos.

Ba.n

Emissores ou emissões com o rating Ba.n apresentam qualidade de crédito abaixo da média em relação a outros emissores domésticos.

B.n

Emissores ou emissões com o rating B.n apresentam qualidade de crédito fraca em relação a outros emissores domésticos.

B.n

Emissores ou emissões com o rating B.n apresentam qualidade de crédito fraca em relação a outros emissores domésticos.

Caa.n

Issuers or issues rated Caa.n are speculative and demonstrate very weak creditworthiness relative to other domestic issuers.

Ca.n

Issuers or issues rated Ca.n are highly speculative and demonstrate extremely weak creditworthiness relative to other domestic issuers.

C.n

Issuers or issues rated C.n are extremely speculative and demonstrate the weakest creditworthiness relative to other domestic issuers.

Note: Moody's appends numerical modifiers 1, 2, and 3 to each generic rating classification from Aa through Caa. The modifier 1 indicates that the obligation ranks in the higher end of its generic rating category; the modifier 2 indicates a mid-range ranking; and the modifier 3 indicates a ranking in the lower end of that generic rating category. National scale long-term ratings of D.ar and E.ar may also be applied to Argentinian obligations.

National Scale Short-Term Ratings

Moody's short-term national scale debt ratings are opinions of the ability of issuers in a given country, relative to other domestic issuers, to repay debt obligations that have an original maturity not exceeding one year. Moody's short-term national scale ratings are a measure of relative risk within a single market. National scale ratings in one country should not be compared with national scale ratings in another, or with Moody's global ratings. Loss expectations for a given national scale rating will generally be higher than for its global scale equivalent.

There are four categories of short-term national scale ratings, generically denoted N-1 through N-4. In each specific country, the first two letters will change to indicate the country in which the issuer is located, i.e. BR-1 through BR-4 for Brazil and TW-1 through TW-4 for Taiwan.

N-1

Issuers rated N-1 have the strongest ability to repay short-term senior unsecured debt obligations relative to other domestic issuers.

N-2

Issuers rated N-2 have an above average ability to repay short-term senior unsecured debt obligations relative to other domestic issuers.

N-3

Issuers rated N-3 have an average ability to repay short-term senior unsecured debt obligations relative to other domestic issuers.

N-4

Issuers rated N-4 have a below average ability to repay short-term senior unsecured debt obligations relative to other domestic issuers.

Caa.n

Emissores ou emissões com o rating Caa.n são especulativos e apresentam qualidade de crédito muito fraca em relação a outros emissores domésticos.

Ca.n

Emissores ou emissões com o rating Ca.n são altamente especulativos e apresentam qualidade de crédito extremamente fraca em relação a outros emissores domésticos.

C.n

Emissores ou emissões com o rating C.n são extremamente especulativos e apresentam a mais fraca qualidade de crédito em relação a outros emissores domésticos.

Nota: A Moody's inclui os modificadores numéricos 1, 2 e 3 para cada classificação genérica de rating entre Aa e Caa. O modificador 1 indica que a obrigação está posicionada no patamar mais elevado dentro de sua categoria genérica de rating; o modificador 2 indica classificação no patamar médio; e o modificador 3 indica posicionamento no patamar mais baixo dentro da categoria genérica de rating. Ratings de longo prazo em escala nacional D.ar e E.ar também podem ser aplicados para as obrigações argentinas.

Ratings de Curto Prazo em Escala Nacional

Os ratings de crédito da Moody's de curto prazo em escala nacional são opiniões sobre a capacidade de emissores de um determinado país, para pagar suas dívidas cujos vencimentos originais não excedam um ano, relativamente a outros emissores domésticos. Os Ratings da Moody's de curto prazo em escala nacional são uma medida do risco relativo dentro de um determinado mercado. Os ratings em escala nacional em um país não devem ser comparados com ratings em escala nacional em outro país, ou com os ratings globais da Moody's. A perda esperada para um determinado rating em escala nacional será geralmente maior que seu equivalente em escala global.

Há quatro categorias de ratings de curto prazo em escala nacional, genericamente indicadas como N-1 a N-4. Em cada país, as duas primeiras letras mudarão para indicar o país em que o emissor se encontra (i.e. BR-1 a BR-4 para o Brasil e TW-1 a TW-4 para Taiwan).

N-1

Emissores com o rating N-1 possuem a mais forte capacidade para pagar suas dívidas sênior sem garantia de ativos reais de curto prazo, em relação a outros emissores locais.

N-2

Emissores com o rating N-2 possuem capacidade acima da média para pagar suas dívidas sênior sem garantia de ativos reais de curto prazo, em relação a outros emissores locais.

N-3

Emissores com o rating N-3 possuem capacidade média de cumprir suas dívidas sênior sem garantia de ativos reais de curto prazo, em relação a outros emissores locais.

N-4

Emissores com o rating N-4 possuem capacidade abaixo da média de cumprir suas dívidas sênior sem garantia de ativos reais de curto prazo, em relação a outros emissores locais.

Note: The short-term rating symbols P-1.za, P-2.za, P-3.za and NP.za are used in South Africa. National scale short-term ratings of AR-5 and AR-6 may also be applied to Argentinian obligations.

In the event of any inconsistency between the two versions, the English version shall prevail.

Nota: Os símbolos de rating de curto prazo P-1.za, P-2.za, P-3.za e NP.za são usados na África do Sul. Ratings em escala nacional de curto prazo AR-5 e AR-6 também podem ser empregados para obrigações argentinas.

No caso de qualquer discrepância entre as duas versões, a versão em inglês prevalecerá.

© Copyright 2008, Moody's Investors Service, Inc. and/or its licensors and affiliates including Moody's Assurance Company, Inc. (together, "MOODY'S"). All rights reserved. ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY COPYRIGHT LAW AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT. All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, such information is provided "as is" without warranty of any kind and MOODY'S, in particular, makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of any such information. Under no circumstances shall MOODY'S have any liability to any person or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to, any error (negligent or otherwise) or other circumstance or contingency within or outside the control of MOODY'S or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if MOODY'S is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information. The credit ratings and financial reporting analysis observations, if any, constituting part of the information contained herein are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER. Each rating or other opinion must be weighed solely as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information contained herein, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling.

MOODY'S hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MOODY'S have, prior to assignment of any rating, agreed to pay to MOODY'S for appraisal and rating services rendered by it fees ranging from \$1,500 to approximately \$2,400,000. Moody's Corporation (MCO) and its wholly-owned credit rating agency subsidiary, Moody's Investors Service (MIS), also maintain policies and procedures to address the independence of MIS's ratings and rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold ratings from MIS and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually on Moody's website at www.moody's.com under the heading "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy."