

O REGULAMENTO (CE) N.º 1060/2009 E OS PROBLEMAS
DAS NOTAÇÕES DE RISCO:

O CASO PARTICULAR DA DÍVIDA SOBERANA

Ana Diniz

Dissertação de Mestrado
em Finanças

Orientador:
Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento de
Finanças

Dezembro 2011

O REGULAMENTO (CE) N.º 1060/2009 E OS PROBLEMAS DAS NOTAÇÕES DE RISCO: O CASO
PARTICULAR DA DÍVIDA SOBERANA

Ana Diniz

RESUMO

As sucessivas e acentuadas deteriorações das notações de risco de alguns Estados durante a crise financeira, pelo seu impacto na estabilidade financeira do próprio país e pelo seu efeito sistémico noutros países e mercados, têm reacendido a atenção dos reguladores comunitários quanto à qualidade das notações atribuídas pelas agências de *rating*.

Na medida em que a preocupação com a qualidade das notações só tem razão de ser quando estas condicionam o comportamento dos agentes financeiros e o funcionamento do mercado (seja por imposição legal e regulamentar – por exemplo, por imposição da Directiva 2006/48/CE, respeitante ao cálculo dos requisitos mínimos dos fundos próprios das instituições de crédito –, seja pelo ascendente que possuem em relação aos intervenientes no mercado, que, numa atitude acrítica face ao risco, depositam excessiva confiança nos *ratings*), procura-se nesta tese identificar as fontes dessa dependência, estreitamente associada à inegável utilidade dos *ratings* em geral, bem como o impacto das notações, *outlooks* e *credit watches* de Estados no preço dos valores mobiliários e na estabilidade financeira em geral.

Analisa-se, em particular, uma tentativa de solução do problema da qualidade e dependência das notações de risco - o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, relativo às agências de notação de risco, recentemente alterado pelo Regulamento (UE) n.º 513/2011, de 11 de Maio e objecto de uma nova proposta de alteração, apresentada pela Comissão Europeia em 15 de Novembro de 2011.

PALAVRAS CHAVE: *rating*, regulamento, soberano, *downgrade*

CLASSIFICAÇÕES JEL: G11, G15

ABSTRACT

The successive and abrupt rating downgrades of some sovereigns during the financial crisis, given their systemic impact in other Sovereigns and markets, have gathered EU regulators attention to the quality of the ratings assigned by credit rating agencies.

Considering that the worries on the quality of ratings arise from their impact in the functioning of financial markets (either driven by legal requirements – for instance, the Directive 2006/48/EC regarding the minimum capital requirements for financial institutions – or the excessive confidence by market participants on ratings, therefore performing a less critical judgment regarding risks), this study identifies the sources of that dependence, which is linked to the usefulness of ratings, and also identifies the impacts of rating changes, outlooks and credit watches of sovereigns in the pricing of financial instruments and in the overall financial stability.

This study examines, in particular, one of the tentative avenues to solve the identified problem of quality and over-reliance on ratings - Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, recently amended by Regulation (EU) No 513/2011, of 11 May and a new proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009, announced by the European Commission on the 15th November.

KEY WORDS: rating, regulation, sovereign, downgrade

JEL CLASSIFICATION: G11, G15

AGRADECIMENTOS

A realização deste projecto de tese contou com o apoio inextinguível do Dr. Paulo Ribeiro, Coordenador do Núcleo de Emissões e Mercados do Instituto de Gestão e Tesouraria do Crédito Público e da Dra. Isabel Alexandre, Assessora do Departamento de Acção Sancionatória do Banco de Portugal, a quem presto o meu enorme agradecimento por toda a disponibilidade, dedicação e contributos valiosos para o desenvolvimento e enriquecimento deste projecto.

Uma palavra especial para os meus pais, Rui e Gracinda Diniz, pela motivação constante na procura do conhecimento e na concretização de objectivos.

Finalmente o meu apreço ao Professor Pedro Leite Inácio, que desde o primeiro momento demonstrou uma elevada motivação, comprometimento e espírito crítico na orientação do meu projecto.

ÍNDICE

1. Introdução	1
2. Notação de risco	2
2.1 Definições de notação de risco (<i>rating</i>)	2
2.2 Notações de longo prazo e de curto prazo	4
2.3 O objecto da notação (emissor ou emissão). Em particular, no caso da dívida soberana	4
2.4 Alertas ou prevenções das agências quanto à utilização das notações	5
2.5 Forma externa dos <i>ratings</i> (escalas de notação)	7
3. Utilidade e critérios usados aquando da emissão de <i>ratings</i> de Estados	10
3.1 Utilidade dos <i>ratings</i> em geral	10
3.2 <i>Ratings</i> de Estados	13
3.2.1 Utilidade dos <i>ratings</i> de Estados	13
3.3 Critérios utilizados aquando da emissão de <i>ratings</i> de Estados	15
3.3.1 A notação de risco como indicador estável. O <i>outlook</i> e o <i>credit watch</i>	15
3.3.2 Análise do risco de crédito numa base individual e análise da probabilidade de apoio externo	16
3.3.3 A importância dos factores qualitativos	18
3.3.4 Os principais <i>drivers</i> ou factores na análise	20
4. Efeitos das notações de risco: em particular, no caso dos <i>ratings</i> de Estados	22
4.1 Aumento do custo de financiamento (para o soberano e sector financeiro) e perdas de mercado incorridas pelos investidores	22
4.2 Efeitos sistémicos: risco de contágio entre países e mercados	34
5. Dependência regulamentar face aos <i>ratings</i>	37
5.1 Perspectiva geral	37
5.2 A Directiva 2006/48/CE: cálculo dos requisitos mínimos dos fundos próprios das instituições de crédito	37
5.3 Política Monetária do Eurosistema: a Orientação BCE/2000/7 e a Instrução do Banco de Portugal n.º 1/99	41
5.3.1 Elegibilidade dos activos	41
5.3.2 Medidas de controlo de risco	44

6.	Dependência dos <i>ratings</i> em contratos do sector privado	45
7.	O problema da qualidade dos <i>ratings</i> e da dependência face aos <i>ratings</i>: propostas de solução	46
7.1	Iniciativas próprias das agências	46
7.2	Iniciativas de âmbito mundial	48
7.3	Iniciativas de âmbito europeu	49
7.3.1	O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e a sua recente alteração pelo Regulamento (UE) n.º 513/2011	49
7.3.1.1	As inovações do Regulamento (CE) n.º 1060/2009	49
7.3.1.2	O registo das agências rating nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e o seu reconhecimento como ECAI	51
7.3.1.3	As recentes alterações ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009: o registo junto da ESMA e a supervisão das agências de notação de risco pela ESMA	53
7.3.2	Balanço do Regulamento (CE) n.º 1060/2009	55
7.3.3	A consulta pública da Comissão Europeia sobre as agências de rating e a subsequente proposta de (nova) alteração ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009	58
8.	Conclusão	65
9.	Bibliografia	71
10.	Anexos	78

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1	Escalas genéricas de <i>rating</i> : longo prazo	9
Tabela 2	Moody's: significado das categorias de <i>rating</i> de longo prazo de Estados	15
Tabela 3	<i>Ratings</i> de longo prazo atribuídos pelas três principais agências a países europeus (notações em 29 de Novembro de 2011)	22
Tabela 4	Relação temporal entre o <i>downgrade</i> do <i>rating</i> da República portuguesa e dos principais bancos - o caso da Standard & Poor's	25
Tabela 5	Mapeamento entre os <i>rating</i> de longo prazo e os graus da qualidade do crédito da CRD	40
Tabela 6	Ponderador de risco a aplicar pelas instituições de crédito portuguesas perante exposições (a residentes) classificadas em certas classes de risco - nos vários cenários de grau da qualidade do crédito da República portuguesa	40
Tabela 7	Entidades cujas notações de risco são aceites pelo Eurosistema para elegibilidade dos activos nas operações de política monetária	42
Tabela 8	Mapeamento entre os níveis de <i>rating</i> das ECAIs elegíveis pelo Eurosistema nas operações de política monetária e os graus de qualidade do crédito do Eurosistema	44
Anexo		
Tabela A1	Escalas genéricas de <i>rating</i> : curto prazo	78
Tabela A2	Correspondência entre <i>ratings</i> de longo e de curto prazo	78
Tabela A3	Principais <i>drivers</i> e indicadores usados na atribuição de <i>ratings</i> a soberanos pelas três maiores agências de <i>rating</i>	81
Tabela A4	Agências de <i>rating</i> reconhecidas como <i>External Credit Assessment Institution</i> (ECAI) pelas respectivas autoridades de supervisão nacionais	85
Tabela A5	Mapeamento entre as notações de risco de longo de prazo das ECAI reconhecidas pelo Banco de Portugal e os graus da qualidade do crédito	85
Tabela A6	Síntese das regras de elegibilidade dos instrumentos de dívida titularizada para elegibilidade nas operações de política monetária do Eurosistema	86
Tabela A7	Mecanismo de margens (<i>haircuts</i>) aplicado pelo Eurosistema aos activos transaccionáveis elegíveis nas operações de política monetária	87
Tabela A8	Agências <i>rating</i> a nível mundial	88

Tabela A9	Quota de mercado das agências de <i>rating</i> no universo de <i>ratings</i> emitidos nos EUA, nos sectores industrial e financeiro – 2009	90
Tabela A10	Agências de notação de risco registadas nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009	91

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Evolução da taxa de juro a 5 anos da dívida pública portuguesa	27
Gráfico 2	Evolução da taxa de juro a 5 anos da dívida pública portuguesa e alemã	28
Gráfico 3	Diferencial entre os <i>spreads</i> da dívida sénior emitida pelos bancos com e sem garantia do Estado (p.b.) – o caso Português	32
Gráfico 4	Evolução da poupança no custo de emissão de dívida associada à garantia do Estado Português	33
Gráfico 5	Gráfico 5 - Aumento da correlação entre os CDS dos bancos e do soberano (p.b.)	34
Gráfico 6	Componentes do <i>spread</i> de emissões de obrigações de bancos europeus: a importância do risco soberano no custo do financiamento dos bancos (p.b.)	34
Gráfico 7	Impacto da deterioração do <i>rating</i> da Islândia nos mercados Austríacos	36
Anexo		
Gráfico A1	Fases da metodologia de atribuição de notações de risco a soberanos usada pela Standard & Poor's	79
Gráfico A2	Fases da metodologia de atribuição de notações de risco a soberanos usada pela Moody's	80
Gráfico A3	<i>Downgrade</i> do <i>rating</i> do soberano e o <i>downgrade</i> do respectivo sector bancário – Grécia, Irlanda e Portugal	82
Gráfico A4	Diferencial entre o custo de emissão de dívida com e sem garantia do Estado (p.b.)	84
Gráfico A5	Número de notações atribuídas a soberanos pelas três principais agências de <i>rating</i> em 30 de Julho de 2010	90

LISTA DE ABREVIACOES

ABS	<i>Asset Backed Security</i> – instrumento financeiro cujo valor e pagamento de rendimentos resultam de, e são colateralizados por, uma <i>pool</i> de activos subjacentes que podem ser, entre outros, créditos imobiliários ou créditos ao consumo.
AT	Áustria
BCE	Banco Central Europeu – o banco central da zona euro, sedado em Frankfurt, na Alemanha, cujo principal mandato é assegurar a estabilidade de preços na União Europeia.
BCP	Banco Comercial Português, S.A.
BE	Bélgica
BES	Banco Espírito Santo, S.A.
BO	Boletim Oficial do Banco de Portugal
CDO	<i>Collateralized debt obligation</i> – tipo de instrumento financeiro colateralizado, cujos activos subjacentes são obrigações representativas de dívida (veja-se ABS).
CDS	<i>Credit Default Swap</i> - instrumento financeiro derivado (porque o seu valor depende do valor do activo subjacente) que permite ao investidor proteger-se do risco de incumprimento (risco de crédito) de um emitente.
CE	Comissão Europeia
CESR	Committee of European Securities Regulators ou Comit das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários. Esta entidade transformou-se na ESMA.
CGD	Caixa Geral de Depósitos, S.A.
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CRA	<i>Credit Rating Agency</i> ou agência de <i>rating</i>
CRD	<i>Capital Requirements Directive</i> – designação atribuída ao pacote regulamentar europeu definido pela Directiva 2006/48/CE , do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício e pela Directiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa  adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito. O regime prudencial instituido pela CRD encontra-se

estruturado em três áreas, os designados três Pilares: Pilar 1 (Determinação dos requisitos mínimos de fundos próprios), Pilar 2 (Processo de Avaliação pela Autoridade de Supervisão) e Pilar 3 (Disciplina de Mercado).

CRD IV Projecto de alteração à CRD – em 20 de Julho de 2011 a Comissão Europeia apresentou um pacote legislativo para fortalecer a regulação do sector bancário, correspondente à implementação de Basileia III na UE; a proposta substitui a actual Capital Requirements Directives (Directiva 2006/48/CE e Directiva 2006/49/CE) por uma Directiva e um Regulamento e constitui mais um passo importante no sentido da criação de um sistema financeiro europeu mais sólido e mais seguro. A Directiva rege o acesso a actividades de aceitação de depósitos, e o Regulamento rege o exercício das actividades das instituições de crédito e das empresas de investimento – os dois instrumentos jurídicos formam um pacote e devem ser considerados conjuntamente.

CY Chipre

DBRS Dominion Bond Rating Service – agência de *rating* canadiana.

DE Alemanha

EBA European Banking Authority ou Autoridade Bancária Europeia que, juntamente com a ESMA e EIOPA, integra a nova estrutura de supervisão micro-prudencial a nível europeu. A EBA, sucessora do Committee of European Banking Supervisors (CEBS), foi criada através do Regulamento (UE) n.º 1093/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.

ECAI *External Credit Assessment Institution* ou Instituição externa de avaliação de crédito (IEAC) – agência de *rating* cujas notações de risco por si produzidas podem ser utilizadas para o cálculo dos requisitos mínimos dos fundos próprios das instituições financeiras que apliquem o método Padrão. O reconhecimento de ECAI é realizado pelas autoridades de supervisão nacionais competentes, mediante o processo de verificação de determinados requisitos (a grande parte desses requisitos passou, entretanto para a esfera de competências da ESMA, por ocasião das alterações introduzidas ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009 pelo Regulamento (UE) n.º 513/2011, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Maio de 2011).

- ECAF** *Eurosystem credit assessment Framework* ou Quadro de avaliação de crédito do Eurosistema - conjunto de procedimentos, regras e técnicas que assegura o requisito do Eurosistema de que sejam cumpridos elevados padrões de crédito para todos os activos elegíveis. Esta matéria encontra-se regulada na Orientação BCE/2000/7, Secção 6.3. do seu Capítulo 6.
- EEA** *European Economic Area* ou Espaço Económico Europeu – nasceu de uma série de acordos entre a Comunidade Económica Europeia (CEE) e os estados-membros da Associação Europeia de Livre Comércio (EFTA), excepto a Suíça (devido ao resultado negativo no referendo), no sentido da criação de uma zona de comércio livre para os consumidores dos países das duas organizações europeias. O Acordo que procedeu à criação da EEA entrou em vigor em 1 de Janeiro de 1994.
- EIOPA** European Insurance and Occupational Pensions Authority ou Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma que, juntamente com a EBA e ESMA, integra a nova estrutura de supervisão micro-prudencial a nível europeu. A EIOPA, sucessora do Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS), foi criada através do Regulamento (UE) n.º 1094/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.
- ES** Espanha
- ESMA** European Securities and Market Authority ou Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados que, juntamente com a EBA e EIOPA, integra a a nova estrutura de supervisão micro-prudencial a nível europeu. A ESMA foi criada através do Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010.
- FEEF** Fundo Europeu de Estabilidade Financeira ou *European Financial Stability Fund* (EFSF) - organismo com sede no Luxemburgo, criado em 9 de Maio de 2010, na sequência da crise financeira, que tem como objectivo salvaguardar a estabilidade da zona euro e ajudar os países do grupo em dificuldade. Esta entidade (com *rating* AAA) actualmente concede financiamento a Estados Membros que estejam a ser objecto de um programa de assistência financeira. Porém, na reunião de 21 de Julho, os Chefes de Estado decidiram alargar o âmbito de actuação do FEEF, no sentido de poder vir a adquirir obrigações no mercado secundário, financiar

directamente Estados Membros através de compras de obrigações em mercado primário, conceder financiamento de emergência de curto prazo e ainda financiar o sector financeiro, quando outras alternativas (o sector privado e o Estado Membro) se revelem insuficientes. O FEEF tem uma capacidade de actuação disponível de 440 mil milhões de euros graças a um pacote de 780 mil milhões de euros de garantias. O FEEF será substituído pelo MEE em 2013.

FI Finlândia

FMI Fundo Monetário Internacional ou International Monetary Fund (IMF) – organização intergovernamental que supervisiona o sistema financeiro global e participa nas políticas macroeconómicas dos seus membros.

FR França

FSAP *Financial Services Action Plan* – componente essencial da tentativa da União Europeia na criação de um Mercado Único para os serviços financeiros. Criado em 1999, este plano compreende 42 medidas com vista à harmonização do mercado de serviços financeiros na UE – uma das mais importantes é a Capital Requirements Directive (composta pela Directiva 2006/48/CE e Directiva 2006/49/CE).

FSB Financial Stability Board ou Conselho de Estabilidade Financeira, sedado em Basileia (Suíça), sucedeu, em Abril de 2009, ao Financial Stability Forum (FSF). Monitoriza e faz recomendações sobre o sistema financeiro global e é composto pelas economias dos G-20, os membros do FSF e a Comissão Europeia.

G-10 Grupo dos Dez - organização internacional que hoje reúne representantes de onze economias desenvolvidas (em 1964, a Suíça foi incorporada ao grupo, que manteve a denominação G-10).

G-20 Grupo dos Vinte – integra os Ministros das Finanças e os Governadores de Bancos Centrais das 19 maiores economias mundiais, contando ainda com a representação da União Europeia através da presidência (rotativa) do Conselho e do Banco Central Europeu.

GR Grécia

ICAS *In-house credit assessment systems* ou sistemas internos de avaliação de crédito dos Bancos Centrais nacionais – sistemas de atribuição de notações utilizados pelos Bancos Centrais de alguns Estados membros.

IE	Irlanda
IEAC	Instituição externa de avaliação de crédito ou <i>External Credit Assessment Institution</i> (ECAI).
IMF	International Monetary Fund ou Fundo Monetário Internacional (FMI)
IOSCO	International Organization of Securities Commission ou Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários – organização internacional que tem como objectivo promover as melhores práticas na supervisão do mercado de valores mobiliários, actuando como fórum de cooperação entre os seus membros e outras organizações internacionais. Os membros do IOSCO são, em geral, autoridades nacionais de supervisão dos mercados de valores mobiliários, contando actualmente com 100 países que regulam mais de 90% do mercado mundial de valores mobiliários.
IRB	<i>Internal Ratings Based (Approach)</i> ou sistemas baseados em notações de crédito internas – metodologia avançada de medição do risco através da qual os bancos podem utilizar as suas próprias avaliações de risco de crédito para cálculo dos requisitos de fundos próprios. Dependendo dos factores de risco que o banco é autorizado a estimar, é feita a distinção entre a abordagem <i>IRB Foundation</i> e a <i>IRB Advanced</i> .
IT	Itália
LU	Luxemburgo
MT	Malta
MEE	Mecanismo Europeu de Estabilidade ou <i>European Stability Mechanism (ESM)</i> - programa permanente de auxílio financeiro aos países da zona euro, que assumirá o papel do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) e do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) e prestará ajuda financeira externa aos Estados-Membros da área do euro a partir de Junho de 2013.
MEEF	Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira ou <i>European Financial Stability Mechanism (EFSM)</i>
NL	Holanda
NR	<i>Not rated</i> ou sem <i>rating</i> atribuído - emitente ou emissão que não são objecto de <i>rating</i> por parte de uma dada agência

- NRSRO** *Nationally Recognized Statistical Rating Organisation* – designação utilizada nos EUA, pela SEC, que permite que as notações das agências de *rating* assim classificadas sejam utilizadas para fins regulamentares.
- P.B.** Pontos base – um ponto base corresponde a 0,01 pontos percentuais.
- PSI** *Private Sector Involvement* ou Participação do sector privado – expressão utilizada nas conclusões da reunião do Conselho Europeu de 24-25 de Março de 2011 para designar a possibilidade de um dado Estado membro beneficiário de assistência financeira (no caso o MEE) poder ter que vir a contar com a participação do sector privado na reestruturação da respectiva dívida pública.
- PT** Portugal
- Regulamento (CE) n.º 1060/2009** - Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco.
- RMBS** *Residential mortgage-backed securities* – tipo de ABS cujos activos subjacentes são créditos hipotecários.
- RT** *Systems/third-party providers' rating tools* ou ferramentas de notação de crédito fornecidas por terceiros.
- S&P** Standard & Poor's – agência de rating norte americana.
- SI** Eslovénia
- SIV** *Structured Investment Vehicles* – tipo de estrutura criada pelo Citigroup, em 1988, bastante utilizadas até ao início da crise financeira, que consistia num produto de crédito estruturado, que investia em ABS e obrigações de empresas cujo financiamento era assegurado com instrumentos de curto prazo (por exemplo, papel comercial). Estas estruturas, pouco transparentes, beneficiavam da abundante liquidez que caracterizava a economia na época, lucrando com o diferencial de rendibilidades obtida nos activos de longo prazo em que investiam, financiando-se com baixo custo no mercado monetário. No auge da sua popularidade, em Julho de 2007, os activos sob gestão destas estruturas chegaram a atingir mais de 400 mil milhões de dólares e actualmente são inexistentes.
- SK** Eslováquia
- UE** União Europeia

1. INTRODUÇÃO

O presente estudo relaciona o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009 (adiante, Regulamento (CE) n.º 1060/2009), relativo às agências de notação de risco, com o impacto da notação de risco no preço dos valores mobiliários: e, atendendo à sua actualidade, interessarão sobretudo as alterações recentemente introduzidas pelo Regulamento (UE) n.º 513/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Maio de 2011 e a proposta de alteração, anunciada pela Comissão Europeia em 15 de Novembro de 2011. É assim analisada uma tentativa de solução do problema da qualidade das notações, que se prende com a questão do alegado fracasso das agências de notação de risco na análise do risco de crédito associado a instrumentos financeiros complexos, na identificação da deterioração das condições de funcionamento dos mercados de valores mobiliários e da banca e no ajustamento atempado das suas notações à crise entretanto instalada. Para além do problema da qualidade das notações, tem sido também objecto de atenção das instituições comunitárias o da dependência dos intervenientes no mercado em relação aos *ratings*: sobre este problema – que é, no fundo, o da *necessidade das notações de risco* – não se debruça o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, mas parece necessário tratá-lo neste contexto, atendendo a que a preocupação com a qualidade das notações só tem razão de ser quando estas condicionam (e fortemente, no caso) as decisões dos agentes, o funcionamento dos mercados (seja por imposição legal e regulamentar, seja pelo ascendente que possuem em relação aos que nele actuam) e a prosperidade das economias. E, também por ser assunto muito actual, analisar-se-á o particular impacto das notações de risco no preço dos valores mobiliários representativos da dívida dos Estados e, bem assim, o impacto sistémico dessas notações (em regra mais intenso do que o impacto sistémico dos *ratings* de outras entidades) no próprio país e os efeitos de contágio em outros Estados Membros.

No presente texto começamos por apresentar na secção 2 os principais aspectos que caracterizam as notações de risco, seguindo-se na secção 3 uma descrição da utilidade das notações e os critérios usados aquando da emissão de *ratings* de Estados e na secção 4 uma descrição dos efeitos das notações de risco de Estados. Posteriormente, na secção 5 identificamos algumas áreas de dependência regulamentar face aos *ratings* e na secção 6 a dependência dos *ratings* em contratos do sector privado. Finalmente, na secção 7 analisamos as medidas comunitárias encetadas para solucionar o problema da qualidade e da dependência face aos *ratings*, centrando-nos no Regulamento (CE) n.º 1060/2009.

2. NOTAÇÃO DE RISCO

2.1 Definições de notação de risco (*rating*)

A notação de risco aparece definida no artigo 3º, n.º 1, alínea a), do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, relativo às agências de notação de risco, como “um parecer relativo à qualidade de crédito de uma entidade, de uma obrigação de dívida ou obrigação financeira, de títulos de dívida, de acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros, ou do emitente de tais obrigações de dívida ou obrigações financeiras, títulos de dívida, acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros, emitido através de um sistema de classificação estabelecido e definido com diferentes categorias de notação”. Segundo esta definição, a notação de risco caracteriza-se:

- a) Pela sua *natureza*, dado que constitui um parecer, isto é, uma opinião dada por um especialista implicando uma actividade de transformação de informação¹, o que a diferencia, por exemplo, da classificação de créditos (*credit scorings*) ou dos sistemas de pontuação de crédito (*credit scoring systems*), figuras previstas no artigo 2º, n.º 2, alínea b), do Regulamento, e às quais este não se aplica²;
- b) Pelo seu *objecto*, dado que versa sobre a qualidade do crédito de certa entidade, instrumento financeiro ou emitente de instrumento financeiro. No caso das notações de risco que respeitam à designada dívida soberana, e como adiante melhor veremos, trata-se normalmente da qualidade do crédito de uma entidade que também é emitente, isto é, da qualidade do crédito de um Estado e não dos instrumentos financeiros emitidos por esse Estado. Sendo o seu objecto a qualidade do crédito, a notação de risco incide especificamente sobre o risco de incumprimento de obrigações assumidas e não sobre outros riscos eventualmente inerentes a um investimento em valores mobiliários, tais como o risco de liquidez;
- c) Pela sua *forma*, dado que obedece a um sistema de classificação por categorias (aparecendo a figura da “categoria de notação” definida no artigo 3º, n.º 1, alínea g), do Regulamento (CE) n.º 1060/2009).

Existem, naturalmente, muitas definições e classificações de notação de risco, quer legais, quer doutrinárias, quer das próprias agências de notação de risco, embora

¹ Esta actividade de transformação de informação é sublinhada por Hassoune (2005: 51), que também considera residir precisamente nessa característica a garantia da confidencialidade das informações transmitidas pelos emitentes às agências.

² A circunstância de a notação de risco constituir uma opinião qualificada pelos especiais conhecimentos da entidade que a emite é sublinhada pelo *Committee of European Securities Regulators* (2010: 6-6) (CESR – actualmente ESMA).

interesse especialmente, por ser direito vigente, a definição que consta do Regulamento (CE) n.º 1060/2009.

Assim, quanto às definições das agências, verifica-se que, por exemplo, para a Standard & Poor's, “[c]redit ratings are forward-looking opinions about credit risk. Standard & Poor's credit ratings express the agency's opinion about the ability and willingness of an issuer, such as a corporation or state or city government, to meet its financial obligations in full and on time. Credit ratings can also speak to the credit quality of an individual debt issue, such as a corporate note, a municipal bond or a mortgage-backed security, and the relative likelihood that the issue may default”. Já os “Fitch Ratings' credit ratings provide an opinion on the relative ability of an entity to meet financial commitments, such as interest, preferred dividends, repayment of principal, insurance claims or counterparty obligations. [...] Credit ratings do not directly address any risk other than credit risk. Credit ratings do not comment on the adequacy of market price or market liquidity for rated instruments, although such considerations may affect Fitch's view on credit risk, such as access to capital or likelihood of refinancing. [...] Ratings are relative measures of risk; as a result, the assignment of ratings in the same category to entities and obligations may not fully reflect small differences in the degrees of risk. [...] Credit ratings are opinions on relative credit quality and not a predictive measure of specific default probability”.

Figura distinta da notação de risco é a *recomendação de investimento* em valores mobiliários³. No sentido dessa distinção vai o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, que, no seu considerando 20, esclarece que “[o]s estudos de investimento, as recomendações de investimento e outros pareceres relativos ao valor ou ao preço de um instrumento financeiro ou de uma obrigação financeira não deverão ser considerados notações de risco”. Adicionalmente, e conforme veremos adiante a propósito dos alertas ou prevenções realizados pelas próprias agências quanto à forma como devem ser utilizadas as suas notações, é justamente salientado o facto de as notações de risco não deverem ser consideradas como recomendações acerca do valor de determinado instrumento financeiro (i.e. recomendação de compra, venda ou manutenção do título).

³ Figura definida no artigo 1º, n.º 3, da Directiva 2003/125/CE, de 22 de Dezembro de 2003, como “a investigação ou qualquer outra informação que recomende ou sugira uma estratégia de investimento, de forma explícita ou implícita, em relação a um ou vários instrumentos financeiros ou aos seus emitentes, incluindo qualquer parecer sobre o valor actual ou futuro ou sobre o preço desses instrumentos, e que se destine aos canais de distribuição ou ao público”.

2.2 Notações de longo prazo e de curto prazo

As notações de risco podem ser de longo prazo ou de curto prazo, sendo a sua forma externa de apresentação (escalas de notação) distinta e visando distinguir a capacidade do emitente de, no longo prazo ou no curto prazo, fazer face aos compromissos financeiros. Ambas as notações – de longo prazo e de curto prazo – podem também versar sobre as emissões e, sendo esse o caso, referem-se, mais precisamente, ao risco de crédito relativo de essas obrigações financeiras não serem satisfeitas. A noção de curto ou de longo prazo decorre da maturidade inicial da emissão em causa com base em convenções de mercado, entendendo-se que são de curto prazo as obrigações com maturidade inicial inferior, em regra, a 13 meses.

Conforme se apresenta em Anexo (Tabela A2), existe uma relação directa entre as notações de longo e de curto prazo; a Fitch Ratings justifica esta correspondência pela circunstância de ela reflectir “the inherent importance of liquidity and near-term concerns within the assessment of the longer-term credit profile. Additionally, it ensures that the two scales do not intuitively contradict each other for a given issuer”.

2.3 O objecto da notação (emitente ou emissão). Em particular, no caso da dívida soberana

Como atrás se disse e decorre da definição do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, a notação de risco pode versar sobre o emitente (entidade que recorre ao mercado de capitais para obter financiamento) ou sobre a emissão (instrumento de dívida com características específicas, por exemplo ao nível da maturidade ou grau de subordinação).

Na definição da Standard & Poor’s, quando a notação tem como objecto o emitente, expressa a seguinte realidade: “A Standard & Poor’s issuer credit rating is a current opinion of an obligor’s overall financial capacity (its creditworthiness) to pay its financial obligations. This opinion focuses on the obligor’s capacity and willingness to meet its financial commitments as they come due. It does not apply to any specific financial obligation, as it does not take into account the nature of and provisions of the obligation, its standing in bankruptcy or liquidation, statutory preferences, or the legality and enforceability of the obligation”. Ainda segundo a mesma agência, quando a notação de risco versa sobre a emissão, o seu âmbito é o seguinte: “A Standard & Poor’s issue credit rating is a current opinion of the creditworthiness of an obligor with respect to a specific financial obligation, a specific class of financial obligations, or a

specific financial program (including ratings on medium-term note programs and commercial paper programs). It takes into consideration the creditworthiness of guarantors, insurers, or other forms of credit enhancement on the obligation and takes into account the currency in which the obligation is denominated. The opinion evaluates the obligor's capacity and willingness to meet its financial commitments as they come due, and may assess terms, such as collateral security and subordination, which could affect ultimate payment in the event of default”.

A propósito do objecto possível da notação de risco, coloca-se a questão de saber se a denominada notação de risco da dívida soberana tem como objecto o próprio Estado ou as suas emissões de dívida (i.e. se a notação tem como objecto o emitente ou a emissão). A nosso ver, esse objecto é, regra geral, o próprio emitente, ainda que as emissões por si realizadas possam ser também objecto de notação (tal como, aliás, sucede no caso de outros emitentes, como por exemplo instituições financeiras). É o que se deduz da seguinte afirmação da Standard & Poor's: “Counterparty credit ratings, ratings assigned under the Corporate Credit Rating Service [...] and sovereign credit ratings are all forms of issuer credit ratings”.

2.4 Alertas ou prevenções das agências quanto à utilização das notações

Ao descreverem genericamente as metodologias que adoptam, as agências de *rating* referem, de modo explícito, as limitações que os utilizadores das notações de risco devem ter em conta (i.e. apresentam uma espécie de *disclaimer*). Em particular, essas agências parecem sentir a necessidade de esclarecer que as notações não pretendem reflectir (nem reflectem) uma probabilidade de incumprimento específica (porque nem sequer constituem previsões, mas meras opiniões, tal como vimos antes), mas, essencialmente, uma ordenação/gradação da vulnerabilidade relativa de uma entidade incumprir as suas obrigações financeiras, expressa através de uma escala ordinal. Adicionalmente, as agências advertem que as notações devem ser entendidas apenas como uma opinião e como um dos elementos, entre outros, a ponderar pelos investidores nas suas decisões de investimento⁴. Finalmente, destacam que as notações versam unicamente sobre o risco de crédito. Comum às definições de notação de risco de todas as agências é, portanto, a consideração (ou a prevenção) de que as notações de risco que realizam apenas dizem respeito ao *risco de crédito* (convencionalmente

⁴ Esta reticência das agências em relação às suas próprias opiniões é já antiga: House (1995: 62-63).

integrado por dois componentes, conjugados de forma variável em função do instrumento objecto de notação e da agência que a esta procede: a probabilidade de incumprimento, por um lado, e os prejuízos previsíveis no caso de incumprimento, por outro) e não a outros riscos (por exemplo, o risco da depreciação de certo valor mobiliário decorrente da alteração nas taxas de juro e de outras circunstâncias do mercado): aspecto que, aliás, e como já acima se referiu, ressalta também da definição do Regulamento (CE) n.º 1060/2009.

A título de exemplo, a Standard & Poor's refere que "Credit ratings are opinions about relative credit risk; Credit ratings are not investment advice, or buy, hold, or sell recommendations. They are just one factor investors may consider in making investment decisions, Credit ratings are not indications of the market liquidity of a debt security or its price in the secondary market, Credit ratings are not guarantees of credit quality or of future credit risk".

Não deixa de ser questionável até que ponto estes alertas ou prevenções das agências podem funcionar como factores impeditivos de uma eventual responsabilidade civil das próprias agências perante as entidades notadas (clientes das agências ou não, conforme se trate de notação de risco solicitada ou não solicitada) ou perante os investidores – nomeadamente porque, sendo as notações apenas um dos elementos que os investidores devem ponderar nas suas decisões, não é possível estabelecer umnexo causal entre as notações e os prejuízos causados às entidades notadas pela depreciação de certo título, ou porque, sendo as notações mero reflexo da liberdade de expressão (invocando-se a sua semelhança às opiniões emitidas por jornalistas no âmbito do exercício da liberdade de expressão), parece não ser possível aos investidores atribuir às agências a prática de qualquer facto ilícito. Trata-se de um problema que não pretendemos aprofundar, não deixando de ser curioso registar que, nos Estados Unidos, esses alertas ou prevenções parecem ter tido o efeito de submeter as agências a um regime de responsabilidade mais favorável do que aquele a que estão sujeitos os outros *gatekeepers*⁵). Retomaremos este aspecto mais adiante, na secção 7.3.3, quando analisaremos a proposta de alteração ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009. No âmbito desta recente proposta, a Comissão Europeia introduz uma nova dimensão, a nosso ver, crucial, na supervisão da actividade das agências de *rating*, ao permitir a responsabilização das agências pelos seus erros e

⁵ Como, a este propósito, refere Partnoy (2006: 88), a razão que provavelmente explica a circunstância de as agências terem beneficiado da protecção da Primeira Emenda mais do que os outros *gatekeepers* é a de essas agências sempre terem negado, de forma mais clara, o valor das suas próprias opiniões (recusando, por exemplo, que estas valessem como recomendações de investimento).

danos causados aos investidores, porquanto lhes atribui o ónus de provar que adoptaram o devido cuidado no cumprimento dos requisitos previstos no Regulamento (CE) n.º 1060/2009 - ao investidor compete apresentar os factos que indiciem que tenha ocorrido o incumprimento. Julgamos, com efeito, que o estabelecimento do já referido nexos causal constitui um problema de prova, pelo que ao reconhecer-se explicitamente que poderá ser difícil para um investidor provar a existência dessas falhas (sejam intencionais ou por negligência) e, nessa medida, fazer recair sobre a agência a demonstração de que foram adoptadas as melhores práticas, constitui uma tentativa de resposta dos reguladores comunitários a uma das principais fragilidades identificadas no funcionamento da actividade das agências e que não tinha sido tratada na resposta regulamentar traduzida na versão original do Regulamento (CE) n.º 1060/2009. Com efeito, legalmente as notações de risco não são meras opiniões mas, como esclarece o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, são *pareceres*, distinção também salientada pelo Comissário Europeu responsável pelo Mercado Interno, Michel Barnier, no âmbito da comunicação da segunda proposta de alteração da Comissão Europeia a este Regulamento, afirmando que as notações de risco “são mais do que simples opiniões”. Tal circunstância, bem como o facto de as notações influenciarem as decisões de investimento dos agentes (seja pela assimetria de informação existente no mercado, seja por razões de eficiência, a que se aludirá na secção 3.1 a propósito da utilidade das notações) - ainda que estejam a ser tomadas medidas pelos reguladores comunitários para reduzir o risco da dependência excessiva dos agentes face aos *ratings*, pelos efeitos em cadeia e desproporcionais que essa dependência implica, como se analisará também adiante - e produzirem significativos impactos na economia faz, a nosso ver, recair sobre as agências de *rating* especiais deveres de cuidado na atribuição das notações.

2.5 Forma externa dos *ratings* (escalas de notação)

Cada agência de notação de risco utiliza a sua própria metodologia (nem sempre transparente) para avaliar e mensurar a qualidade de crédito de um emitente ou emissão. Também a forma externa utilizada por cada agência para transmitir a sua opinião acerca do grau de qualidade de crédito do objecto sujeito a notação é distinta da de outras agências. No conjunto das três maiores agências, constata-se que, a par de uma escala de *rating* genérica (seja de longo ou de curto prazo), que habitualmente é utilizada para

ratings de emitentes e de emissões, coexistem outras escalas de *rating* específicas, que visam diferenciar a natureza distinta do objecto de avaliação⁶.

Em geral, os *ratings* são expressos através de um conjunto de categorias de risco relativamente estandardizadas, que resultam de combinações de letras, conferindo uma gradação (ou ordenação) da opinião da agência quanto ao nível de risco de crédito relativo do emitente ou da emissão. Ou, conforme é sugerido por Löffler (2005: 368), os *ratings* constituem um mapeamento da qualidade de crédito em “categorias discretas”. No caso da Standard & Poor’s e da Fitch Ratings, que utilizam as mesmas designações, a amplitude da escala de notações de longo prazo varia entre as categorias genéricas de “AAA” (qualidade de crédito máxima) e “D” (situação de *default*). No caso da Moody’s, a escala de notações varia entre “Aaa” (qualidade de crédito máxima) e “D” (situação de *default*). A Standard & Poor’s e a Fitch Ratings prevêem uma categoria de incumprimento selectivo (“SD” ou *selective default* no caso da Standard & Poor’s e “RD” ou *restricted default* no caso da Fitch Ratings), que reflecte a opinião das agências quanto à possibilidade de um emitente incumprir, selectivamente, uma obrigação específica, sendo expectável que cumpra as restantes obrigações tempestivamente. No que se refere às notações de longo prazo, à excepção da categoria “AAA” (que constitui o único nível de *rating* da categoria), as categorias genéricas AA, A, BBB, BB, B e CCC (ou Aa, A, Baa, Ba, B e Caa, no caso da Moody’s) são complementadas pelos denominados *rating modifiers* (ou sufixos), que, no caso da Standard & Poor’s e da Fitch Ratings, correspondem à adição dos símbolos “+” e “-”, e, no caso da Moody’s, aos números 1, 2 e 3. Estes sufixos permitem ordenar o nível de risco de crédito dentro de cada categoria.

Ainda que cada agência de notação externa defina as suas próprias categorias de notação de risco de crédito, os investidores estabelecem correspondências entre essas categorias das várias agências, conforme se ilustra no quadro seguinte. Aliás, esta correspondência parece ser validada pela própria regulamentação europeia e nacional relativa ao reconhecimento de agências de notação externa: veja-se, a este propósito, a tabela que consta do Anexo I da Instrução do Banco de Portugal n.º 10/2007 (Reconhecimento de Agências de Notação Externa (ECAI) e respectivo Mapeamento).

⁶ É o caso dos *ratings* de fundos de obrigações. A Fitch Ratings, por exemplo, complementa o *rating* relativo a fundos de investimento expresso na escala genérica com uma medida de volatilidade que varia entre 'V-1' (risco de mercado reduzido) a 'V-6' (risco de mercado elevado).

Tabela 1 - Escalas genéricas de *rating*: longo prazo

Grau de qualidade de crédito	Standard&Poor's e Fitch Ratings	Moody's	Convenções de mercado
Highest quality	AAA	Aaa	Investment Grade
High quality	AA+	Aa1	
	AA	Aa2	
Strong payment capacity	AA-	Aa3	
	A+	A1	
Adequate payment capacity	A	A2	
	A-	A3	
Likely to fulfil obligations, ongoing uncertainty	BBB+	Baa1	Non-Investment Grade ("junk")
	BBB	Baa2	
	BBB-	Baa3	
High risk obligations	BB+	Ba1	
	BB	Ba2	
	BB-	Ba3	
Vulnerable to default	B+	B1	
	B	B2	
	B-	B3	
Near or in bankruptcy or default	CCC+	Caa1	
	CCC	Caa2	
	CCC-	Caa3	
Near or in bankruptcy or default	CC	Ca	
	SD	C	
	D	D	

Fonte: Informação extraída dos *sites* das agências de *rating* e adaptada pela Autora.

Em resultado de convenções de mercado, as notações compreendidas entes os níveis “AAA” a “BBB–” (ou “Aaa” a “Baa3”, na escala da Moody’s) são habitualmente designadas *investment grade*, descrevendo emittentes e emissões que apresentam níveis relativamente elevados de capacidade e qualidade creditícia. Em contraste, as restantes notações são qualificadas como *non-investment grade* (ou *junk* ou *speculative grade*). Julga-se, porém, que é excessivo o uso do termo *junk* ou “lixo” (muito frequente na comunicação social) para referenciar emittentes ou emissões com qualidade de crédito baixa: e isto porque tais activos não são desprovidos de valor, existindo mesmo investidores neles especializados, por aos mesmos estarem associadas, tendencialmente, rendibilidades mais elevadas (precisamente decorrentes da circunstância de o nível de risco associado ser superior: “trade off” entre risco e rendibilidade). Relativamente às notações de curto prazo, não só a forma externa é diferente da adoptada nas notações de longo prazo, como é distinta entre as três agências (Tabela A1 em Anexo).

As três maiores agências de *rating* apresentam definições para cada uma das categorias de notações relativas a emittentes, quer de longo prazo (assim, por exemplo, para a Standard & Poor’s, “An obligor rated “AAA” has extremely strong capacity to meet its

financial commitments. “AAA” is the highest issuer credit rating assigned by Standard & Poor’s”, enquanto “An obligor rated “AA” has very strong capacity to meet its financial commitments. It differs from the highest-rated obligors only to a small degree” e “An obligor rated “A” has strong capacity to meet its financial commitments but is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than obligors in higher-rated categories”), quer de curto prazo. Relativamente aos *ratings* atribuídos a emitentes, e como se julga ter ficado claro, existe uma correspondência directa entre os *ratings* de longo prazo e os de curto prazo, conforme a Tabela A2, em Anexo.

3. UTILIDADE E CRITÉRIOS USADOS AQUANDO DA EMISSÃO DE *RATINGS* DE ESTADOS

3.1 Utilidade dos *ratings* em geral

Não obstante as intensas críticas de que as agências de notação de risco têm vindo a ser alvo, em particular pelo seu alegado papel na ampliação da crise financeira (por terem cometido erros graves ao subavaliarem os riscos associados a instrumentos financeiros complexos, emitindo *ratings* inflacionados), é indiscutível que os *ratings* servem inúmeros propósitos de grande utilidade nos mercados financeiros. Com efeito, as notações de risco⁷:

- (i) Enquanto “*information intermediaries*”⁸, mitigam a assimetria de informação, existente nos mercados financeiros, entre o emitente (que procura financiamento) e o investidor (que, geralmente não dispõe da informação que o emitente tem relativamente aos factores que determinam o seu risco de crédito);
- (ii) Agregam e sistematizam informação sobre a qualidade de crédito do emitente e dos instrumentos de dívida emitidos. Neste sentido, a informação prestada pelas agências de *rating* constitui uma forma eficiente e económica de obtenção daquela informação (pois que reduz os custos dessa obtenção), em especial se se tratar de um investidor singular, que muito dificilmente a obteria e organizaria pelos seus próprios meios. Mais precisamente, os *ratings* constituem uma opinião independente e “ultra sintética” (na expressão de Alfredo de Sousa

⁷ Consultar, quanto a todos os aspectos subsequentemente referidos: FMI (2010); Sy (2009: 8-9; 11-13); Sousa (1989: 20-21); Partnoy (2009: 3-7).

⁸ Trata-se de característica assinalada por Partnoy (2009: 4). O Autor refere, no entanto, que embora as agências de *rating* tenham iniciado a sua actividade enquanto fornecedores de informação (“*information intermediaries*”), evoluíram, porém, para fornecedores de “*regulatory licenses*”, ou seja, para fornecedores, aos seus utilizadores, de chaves de acesso aos mercados financeiros, para efeitos de cumprimento de requisitos regulamentares.

- (1989)) relativamente à avaliação da capacidade de um determinado emitente cumprir as suas obrigações, permitindo aos pequenos investidores, que não dispõem de meios para realizar as suas próprias análises de risco, ultrapassar os elevados custos de análise de informação e, assim, participar no mercado;
- (iii) Constituem uma forma rápida de obter uma opinião prestada por analistas especializados, quanto ao nível de risco de crédito relativo de um emitente (ou emissão) por comparação com outros emitentes (ou emissões). Isto porque o mecanismo de notações confere uma ordenação (*rank ordering*) do nível de risco de crédito associado a um conjunto de activos ou emitentes, assim permitindo comparar facilmente os níveis de risco de crédito que lhes estão associados. Como, a este propósito, já observava Alfredo de Sousa (1989), com o alargamento do mercado de capitais e a sofisticação do leque de produtos financeiros, os investidores têm crescente dificuldade em estarem informados sobre o binómio risco-rendibilidade das escolhas de investimento possíveis no mercado; ora, as notações de risco auxiliam-nos na composição da sua carteira de investimento, permitindo-lhes comparar as alternativas possíveis “com maior confiança e segurança”, fornecendo-lhes meios “para melhorar a qualidade da sua carteira tanto em rentabilidade como em segurança”. Esta característica de comparabilidade de activos está relacionada com uma outra, identificada por Gale (1992: 731-733), que é a da *standardização* dos activos: ora os *ratings* contribuem para a *standardização* dos activos, na medida em que, através de uma escala, permitem ao investidor ultrapassar os custos fixos de compreensão da estrutura do activo. No fundo, as notações de risco conferem uma linguagem comum ao mercado, no que respeita à gradação do risco de crédito de activos.
- (iv) Permitem ao investidor monitorizar a evolução do risco de crédito do emitente, atendendo a que, através da emissão de diferentes tipos de sinalizações (*credit watches* e *outlooks*)⁹, a agência de notação transmite uma indicação sobre a perspectiva e *timing* de evolução do *rating* da entidade. Em última análise, o investidor poderá antecipar *upgrades* e *downgrades* e, desse modo, ajustar a sua

⁹ O *outlook* (positivo, negativo ou estável) atribuído a um *rating* reflecte a opinião da agência de notação relativamente à evolução provável do *rating* no médio prazo. Um *rating* é colocado em *watch* (negativo, positivo ou em desenvolvimento) para indicar que se encontra em processo de revisão, podendo ser alterado no curto prazo. Para mais detalhes sobre as características das diferentes sinalizações, veja-se Micu et al (2006: 2-3).

- carteira de activos. Aliás, a própria evolução do *rating* (*upgrade* e *downgrade*) constitui um mecanismo de acompanhamento do risco de crédito;
- (v) Permitem a visibilidade (e ganho de imagem) e acesso dos emitentes aos mercados financeiros para captação de financiamento e, desse modo, propiciam o alargamento da base de potenciais investidores (nos quais se incluem investidores de pequena dimensão, conforme referido em (ii)) e a liquidez do mercado de capitais (seja pelo acesso de emitentes ao mercado, seja pela *marketability* de instrumentos financeiros) e, bem assim, a redução do custo de financiamento dos emitentes neste mercado (em particular dos emitentes com notações mais elevadas). Partnoy (2009: 2-4) compara inclusivamente as notações emitidas pelas agências a chaves que permitem aos seus utilizadores acederem aos mercados financeiros (“*keys that unlock the financial markets*”), pelo que, se não possuir *ratings* elevados, um emitente de obrigações não dispõe da “chave” e, logo, não consegue aceder ao mercado. O objectivo de, através das notações, facilitar a colocação de emissões no mercado é ainda explicado pela circunstância de determinados tipos de investidores (por exemplo, fundos de investimento, fundos de pensões ou companhias de seguros) se encontrarem condicionados a investir em activos com determinados *ratings* mínimos, seja por imposição legal ou regulamentar, seja por restrições decorrentes da própria política de investimentos;
- (vi) Como salienta Alfredo de Sousa (1989), “o relatório que acompanha o “rating” pode fornecer à empresa um bom “insight” sobre a sua própria organização”, o que “constitui, frequentemente, uma vantagem não despicienda”;
- (vii) Constituem um *input* para a formação de preços no mercado;
- (viii) Podem, como observava Alfredo de Sousa (1989), “ajudar a libertar as autoridades de funções de “julgamento” por vezes difíceis de exercer”. Apesar de esta observação datar de 1988 e ser hoje discutível, afigura-se constituir um bom retrato do quadro regulamentar estabelecido por “Basileia II” e acolhido nas Directivas 2006/48/CE e 2006/49/CE, de 14 de Junho de 2006¹⁰, que veio

¹⁰ A revisão do Acordo de Capital de Basileia ou Basileia I, de 1988, teve início em 1999 e foi concluída em 2004, através da celebração do “Novo Acordo de Capital” ou “Basileia II”, encontrando-se expressa num documento do Comité de Supervisão Bancária de Basileia (2006), intitulado “International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework”. O regime de adequação de capital proposto em “Basileia II” foi acolhido na ordem jurídica comunitária com a publicação das Directivas 2006/48/CE e 2006/49/CE, de 14 de Junho de 2006, que vieram alterar as Directivas 2000/12/CE e 93/6/CE, respectivamente.

instituir um nível de requisitos mínimos de fundos próprios das instituições financeiras ajustado ao seu perfil de risco de crédito. Na verdade – e como adiante melhor se verá, quando, a propósito da dependência regulamentar face aos *ratings*, se tratar da Directiva 2006/48/CE –, no contexto do método Padrão para determinação dos requisitos de fundos próprios para cobertura do risco de crédito, as instituições podem utilizar as notações de risco emitidas por agências de notação externas, as quais têm que ser reconhecidas (como *External Credit Assessment Institutions* ou ECAI) pelas autoridades de supervisão do país onde se destinam a ser utilizadas. O recurso a estas notações, por parte dos reguladores e supervisores financeiros e para o efeito da determinação da adequação dos fundos próprios das instituições, traduz, assim, a confiança depositada por aquelas autoridades nas agências de notação externa, nessa medida prestando o *outsourcing* dos serviços de notação um auxílio aos reguladores (no exercício das suas funções de julgamento do risco de crédito das instituições e, por conseguinte, dos requisitos mínimos de fundos próprios).

As notações de risco têm, assim, e como se afigura ter ficado descrito, interesse e impacto directo para um número alargado de sujeitos, que não se limita aos investidores (que delas necessitam para as suas decisões de investimento) e às entidades objecto de notação, pois que também a elas recorrem, por exemplo, intermediários financeiros que utilizam as notações de risco para fins regulamentares e as próprias autoridades de supervisão.

3.2 Ratings de Estados

3.2.1 Utilidade dos ratings de Estados

À semelhança dos emitentes privados, também os Estados procuram obter *rating* com a finalidade de acederem ao mercado de capitais e, desse modo, alargarem e diversificarem a base de investidores, aumentando as fontes de captação de financiamento. No caso dos Estados, aliás, o acesso ao mercado de capitais, facilitado pela existência de *rating*, assume uma relevância superior, na medida em que também contribui para facilitar o acesso do respectivo sector privado aos recursos dos mercados de capitais e ao investimento estrangeiro.

Por outro lado, os *ratings* dos Estados são objecto de elevada atenção por parte dos agentes financeiros e das autoridades de supervisão, não só porque os Estados são, habitualmente, os maiores emitentes de dívida nos mercados de capitais, mas também

porque os *ratings* atribuídos ao soberano têm impacto nos *ratings* de vários credores do correspondente país¹¹ (como veremos adiante, em países cujo sistema bancário desempenha um papel crucial no financiamento e intermediação da economia, *downgrades* no *rating* do soberano afectam directamente o *rating* do sector bancário).

As agências de notação de risco, habitualmente, não atribuem notações a emitentes (públicos ou privados) superiores à notação de risco do respectivo Estado, pelo que, de uma forma geral, o *rating* do soberano constitui um limite máximo (*cap*) aos *ratings* de outras entidades. E, relativamente a entidades regionais ou municipais, empresas do sector público e instituições financeiras, existe uma dependência explícita face ao *rating* do soberano, com o qual em muitos casos o *rating* dessas entidades coincide^{12/13}. Ou seja: o *rating* atribuído ao soberano constitui um referencial para vários outros emitentes e para diversos sectores de actividade do país respectivo. Ao que ficou dito acresce que, constituindo o *rating* do soberano a referência no respectivo país, as *yields* (taxas de rendibilidade) das suas obrigações servem habitualmente de “*benchmarks* de risco”, no sentido de que podem ser utilizadas como referencial da taxa de juro sem risco, com a qual são comparadas as taxas de rendibilidade associadas a outros investimentos no país. Por conseguinte, poderá simplesmente interessar a um Estado a obtenção de um referencial de risco – através do *rating* – para efeitos da análise da rendibilidade de investimentos a realizar por investidores. Este poderá bem ter sido o caso do Chile – assim o refere Bhatia (2002: 4; 48) –, que obteve *rating* da Standard & Poor’s pela primeira vez em 1992, e da Moody’s em 1999, embora não tenha realizado qualquer emissão de dívida soberana no mercado internacional até 1999.

No que respeita à forma externa das notações de risco (tanto de longo como de curto prazo) dos emitentes soberanos, verifica-se que as três principais agências de notação de risco utilizam as respectivas escalas de notação genéricas para representar o risco de

¹¹ Cantor e Packer (1995: 2).

¹² No caso português, atendendo a que o *rating* do soberano era, em 29 de Novembro de 2011, “BBB-/outlook negativo” pela S&P, “Ba2 outlook negativo” pela Moody’s e “BB+ outlook negativo” pela Fitch Ratings, é notória a relação com as notações atribuídas a *entidades regionais ou municipais portuguesas*. Considerem-se as seguintes notações a essa data: Cidade de Lisboa (S&P: NR (ou *not rated*); Moody’s: Ba2 “outlook negative”; Fitch: BB+ “outlook negative”); Cidade de Sintra (S&P: NR; Moody’s: Ba2 “outlook negative”; Fitch: NR); Região Autónoma dos Açores (S&P: NR; Moody’s: Ba3 “under review for possible downgrade”, Fitch: NR); Região Autónoma da Madeira (S&P: NR; Moody’s: B3 “under review for possible downgrade”, Fitch: NR).

¹³ Na categoria das *empresas do sector público* inserem-se as seguintes empresas, relativamente às quais é também notória a correspondência com o *rating* da República portuguesa: CP – Comboios de Portugal, E.P.E. (S&P: B- “watch developing”; Moody’s: B2 “outlook negative”; Fitch: NR), REFER - Rede Ferroviária Nacional, E.P.E. (S&P: B- “watch developing”; Moody’s: B2 “outlook negative”; Fitch: NR), Metropolitano de Lisboa, E.P. (S&P: B+ “watch negative”; Moody’s: NR; Fitch: NR). Notações à data de 29 de Novembro de 2011.

crédito destes emitentes. Ora, tendo em conta que é distinta a relevância dos *ratings* dos soberanos face à dos *ratings* dos demais emitentes, não deixa de ser curioso, julgamos nós, que as escalas que são utilizadas em relação a instituições financeiras ou empresas sejam usadas também em relação a Estados: a explicação reside na circunstância, que já referimos, de as notações estandardizarem o perfil de risco dos activos, assim permitindo aos utilizadores das mesmas comparar directamente o risco de crédito das várias entidades (comparar, de algum modo, aquilo que não é, na essência, comparável). De todo o modo, cada categoria de notação de risco, no caso dos Estados, tem um significado particular, como resulta do quadro elaborado pela Moody's (Tabela 2).

Tabela 2 - Moody's: significado das categorias de *rating* de longo prazo de Estados

<p>Aaa – Exceptional economic, financial and institutional strengths resulting in unquestioned access to finance. No shock can conceivably disrupt payment capacity.</p> <p>Aa – Very high economic, institutional or government financial strength and no material medium-term repayment concern.</p> <p>A – High economic, financial or institutional strength and no material medium-term repayment concern.</p> <p>Baa – At Baa, a government would have the capacity to sustain a coherent economic policy framework and avoid any near-term debt repayment problems if confronted with a severe shock to public finances.</p> <p>Ba – No clear and present repayment concern and tangible adjustment capacity in a context of potentially severe economic, financial or political shocks.</p> <p>B – One shock away from default, and/or material concerns about willingness to pay.</p>
--

Fonte: Moody's.

3.3 Critérios utilizados aquando da emissão de *ratings* de Estados

3.3.1 A notação de risco como indicador estável. O *outlook* e o *credit watch*

As notações de risco visam reflectir a qualidade de crédito do emitente numa perspectiva de longo prazo: como tal, não pretendem ser influenciadas por eventos cujo impacto na qualidade de crédito se espera que seja temporário. Na medida em que reflectem uma perspectiva ao longo do ciclo económico (ou *through the cycle*), por oposição a uma perspectiva pontual (ou *point in time*)¹⁴, as notações de risco constituem indicadores mais estáveis do que os preços nos mercados de obrigações e acções, que incorporam de forma mais rápida qualquer informação relevante sobre o perfil de risco de uma entidade, incluindo informação cujo impacto na mesma é temporário e reversível. Por outras palavras, os preços de mercado constituem, por comparação com as notações de risco, indicadores mais tempestivos (ou *point in time*) e, portanto, mais voláteis sobre alterações na qualidade de crédito. Para acomodar as necessidades dos

¹⁴ A propósito das abordagens *through the cycle* e *point in time*, consulte-se FMI (2010: 116-118).

investidores relativamente a indicadores mais tempestivos sobre o risco de crédito, mas menos voláteis do que os indicadores baseados em informação sobre os preços de mercado, as agências de notação de risco introduziram, na década de 80, novos tipos de anúncios de *rating*, a que já atrás se fez referência: os *outlooks* e os *credit watches*¹⁵, configurando estes últimos, por comparação com os primeiros, uma indicação ou expectativa mais forte de alteração no curto prazo do *rating* em determinado sentido¹⁶. Não obstante a inovação representada pela introdução destas duas figuras, as agências têm sido alvo de fortes críticas no contexto da crise financeira, relacionadas com a sua reacção demasiado tardia perante os eventos e com a sua reacção exagerada aos mesmos (por exemplo, *downgrades* acentuados – em diversos níveis de *rating* – e abruptos): este último comportamento exacerba, aliás, a instabilidade nos mercados financeiros, acentuando a prociclicidade. A este respeito, Löffler (2005) sugere que as agências de notação de risco aplicam um mecanismo de *rating management*, baseado em intervalos de tolerância, para acomodar a alteração da qualidade de crédito dos activos notados (assim visando evitar inversões frequentes nas notações atribuídas): o que, juntamente com uma abordagem *through the cycle* (que ignora alterações cíclicas na qualidade de crédito), pode explicar a reduzida volatilidade das notações de risco produzidas pelas agências. O mesmo Autor vai, aliás, mais além, sugerindo que estas duas especificidades da metodologia utilizada pelas agências podem corresponder a uma resposta às expectativas e preferências dos investidores, na medida em que, por força de condições contratuais ou imposições regulamentares, a ocorrência de alterações nos *ratings* (sobretudo no caso de *downgrades*) pode obrigar à venda de activos e implicar elevados custos de transacção, em particular no mercado obrigacionista (dada a sua menor liquidez)¹⁷.

3.3.2 Análise do risco de crédito numa base individual e análise da probabilidade de apoio externo

A metodologia analítica destinada à atribuição de notações de risco a emitentes – quer sejam empresas, quer Estados – compreende, de uma forma geral, dois patamares

¹⁵ Sobre estes aspectos: Micu et al (2006: 2-3) e Sy (2009: 5).

¹⁶ Sobre o valor informativo dos *credit watches*, veja-se também Löffler (2005: 367). O Autor questiona, aliás, o valor informativo implícito nos *credit watches*, em virtude de as agências de *rating* adoptarem uma metodologia que pretende evitar alterações frequentes nas notações atribuídas.

¹⁷ Löffler (2005: 365-368; 371-374). De referir, ainda, um aspecto interessante analisado pelo Autor, que é o seguinte (*idem*, págs. 374-376): a política das agências de evitar saltos nos *ratings* (*rating bounce*) pode conduzir a substanciais perdas de informação, que se assemelham às que decorrem de uma monitorização pouco frequente das notações atribuídas.

fundamentais de análise, que concorrem para o *rating* final: (i) análise do risco de crédito da entidade numa base individual (ou *stand alone*) e (ii) análise da probabilidade de existência de apoio externo numa situação de pressão financeira da entidade, montante potencial desse apoio e respectivas condições financeiras.

A primeira etapa corresponde à análise da entidade numa perspectiva individual, avaliando-se, designadamente, os recursos que (por si só) a entidade tem ao seu alcance (no caso dos Estados, os recursos podem ter origem na cobrança de impostos) e, bem assim, a preditividade desses recursos para fazer face ao cumprimento dos compromissos financeiros de forma atempada e integral. Conforme se descreve mais adiante, esta etapa da análise envolve a avaliação de factores quantitativos e apreciações qualitativas que caracterizam o risco de crédito do Estado tomado isoladamente, ou seja, sem a consideração de eventuais apoios de entidades externas. A segunda etapa reflecte, não só a probabilidade de em situações de pressão financeira, ser prestado apoio externo ao Estado por parte de entidades internacionais (por exemplo, o FMI) ou outros Estados, como também o montante e as condições desse apoio, que poderão fazer aumentar ou reduzir o risco de crédito desse Estado. De um modo geral, a Standard & Poor's considera a probabilidade desse apoio externo e as condições financeiras desse apoio como factores positivos para o risco de crédito do Estado beneficiário, na medida em que reduzem o risco de refinanciamento no curto prazo e limitam o risco de deterioração do *rating*. Pela actualidade da temática do efeito, no *rating* de Estados, da obtenção de assistência financeira de entidades externas, é de salientar o documento publicado pela Standard & Poor's intitulado "Why the European Stability Mechanism May Have A Negative Impact On Some Sovereign Ratings In The Eurozone", de 8 de Abril de 2011. Neste documento, a agência reflecte sobre o impacto negativo da ajuda externa a conceder no contexto do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) ou *European Stability Mechanism* (ESM) a partir de 2013¹⁸, no que se refere às notações de risco de alguns Estados da zona do euro, justificando, em particular, a deterioração realizada no final de Março de 2011 às notações de longo prazo de Portugal, da Grécia e da Irlanda (deterioração de 2 níveis no *rating* da Grécia, para BB-, e de 1 nível nos *ratings* da Irlanda e de Portugal, para BBB+ e BBB-, respectivamente). De forma resumida, esses *downgrades* resultaram da aprovação de duas características diferenciadores presentes

¹⁸ O MEE ou ESM é o programa permanente de auxílio financeiro aos países da zona euro, que assumirá o papel do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) e do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF) e prestará ajuda financeira aos Estados-Membros a partir de Junho de 2013.

no novo mecanismo de apoio financeiro (conforme decorre das conclusões da reunião do Conselho Europeu de 24-25 de Março de 2011¹⁹) que o tornam mais penalizador (face ao seu predecessor) para os detentores de dívida soberana dos países que provavelmente (ainda segundo aquela agência) irão recorrer a esse auxílio financeiro (como é o caso de Portugal, da Grécia e da Irlanda): por um lado, que o acesso de um Estado-Membro a esse apoio financeiro poderá estar sujeito à condição da concretização de um programa de reestruturação da sua dívida (note-se que a reestruturação da dívida corresponde à aplicação do princípio de participação do sector privado – o denominado *private sector involvement* ou PSI) e, por outro lado, a circunstância de que o MEE beneficiará de um estatuto de credor preferencial, que tornará o pagamento da dívida do Estado subordinado ao pagamento da dívida emitida pelo MEE - segundo a Standard & Poor's, esta subordinação estrutural irá reduzir potencialmente a perspectiva de pagamento atempado e integral da dívida que não haja sido emitida pelo MEE, por parte do Estado-Membro beneficiário. Por fim, uma pequena nota que bem demonstra a extrema importância das notações de risco, inclusivamente no contexto dos mecanismos de prestação de assistência financeira externa: também o correspondente fundo de assistência deve possuir *rating* atribuído por agências de notação externa²⁰.

3.3.3 A importância dos factores qualitativos

As metodologias de atribuição de *ratings* a Estados compreendem a análise de um conjunto de factores de natureza qualitativa e quantitativa, através dos quais as agências de *rating* avaliam a “capacidade e vontade” de um Estado fazer face à sua dívida (expressa em moeda local e em moeda estrangeira), ou seja, o seu risco de crédito.

Existem, pelo menos, dois aspectos que diferenciam a abordagem e a metodologia adoptada pelas agências relativamente aos *ratings* de Estados, face aos de outros emitentes (por exemplo, instituições financeiras). Por um lado, atendendo a que o número de incumprimentos de soberanos é muito reduzido, é difícil a aplicação de metodologias estatísticas para efeitos de determinação de probabilidades de *default* de soberanos. Por outro lado, na avaliação da capacidade e vontade de um Estado honrar os

¹⁹ Nessa reunião foi adoptada a decisão que altera o artigo 136º do Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia no que respeita à criação do MEE e determinadas as características do MEE (cfr. Anexo II do relatório com as conclusões do Conselho Europeu.

²⁰ Partnoy (2009: 7) alude também à importância dos *ratings* no contexto de mecanismos de assistência financeira. Em particular, refere o paradoxo de alguns mecanismos de auxílio estatais dos EUA, no contexto da crise financeira, basearem-se nos *ratings* produzidos pelas NRSOR, como é o caso do programa da Reserva Federal denominado “Term Auction Lending Facility”.

seus compromissos financeiros, as agências levam em conta a circunstância de que, embora um país possa ter essa capacidade, poderá, caso a caso, decidir não o fazer, por considerar que o custo social ou político associado é elevado; e, para aferir este risco, as agências de *rating* avaliam um conjunto de factores qualitativos que podem afectar a vontade (*willingness*) de um Estado decidir não cumprir os seus compromissos financeiros, tais como a estabilidade política, a flexibilidade fiscal e monetária, para além do *track record* do país em honrar os compromissos financeiros e da avaliação da adequação do conjunto de políticas do país, pois eventuais inconsistências tendem a tornar o país vulnerável a choques que podem afectar abruptamente as taxas de câmbio e os rendimentos gerados²¹.

Ainda no que se refere à análise da importância que os factores qualitativos assumem nos *ratings* atribuídos a Estados, Cantor e Packer (1995: 3-6) constataam que a existência de uma maior incerteza na avaliação deste tipo de riscos relativamente a Estados classificados nas categorias de *rating* mais baixas (*non-investment grade*) contribui para a divergência nas notações atribuídas pela Standard & Poor's e pela Moody's, o que contrasta com o alinhamento que verificaram existir entre as agências nos *ratings* que atribuem a Estados com *ratings* mais elevados. Segundo os Autores, a dificuldade e subjectividade inerentes, por exemplo, à análise da estabilidade política das instituições e da coesão económica e social podem resultar em opiniões muito diferentes entre as agências quanto à metodologia de medição e quanto à ponderação a atribuir a este tipo de factores qualitativos. Na opinião dos Autores, é este tipo de factores que torna a análise do risco de crédito de Estados mais difícil e complexa do que a do risco de crédito de empresas, podendo justificar o maior número de vezes que divergem as notações atribuídas pela Standard & Poor's e pela Moody's a Estados classificados nas categorias de *rating* mais baixas. Depreende-se, assim, que a apreciação de factores qualitativos pode exercer uma influência mais significativa na notação de risco atribuída a Estados, por comparação com as notações atribuídas a outras classes de emitentes.

Para além dos factores qualitativos, as agências de notação de risco avaliam um conjunto de factores quantitativos que influenciam a solvabilidade de Estados. Nas análises efectuadas, as agências utilizam informação pública e também a informação obtida junto das autoridades desses países em contactos privilegiados que mantêm

²¹ FMI (2010: 98-99) e Poor's (2008: 2).

(informação que não está certamente ao alcance de investidores privados que pretendam realizar as suas próprias avaliações do risco de crédito do soberano).

3.3.4 Os principais *drivers* ou factores na análise

A metodologia analítica de avaliação do risco de crédito de Estados utilizada pelas três principais agências de *rating* apresenta traços gerais que são semelhantes. Desde logo, trata-se de um processo analítico que compreende um conjunto de etapas, correspondentes à avaliação e combinação de cada um dos principais factores (ou determinantes ou *drivers*) que, na opinião de cada agência, influenciam a capacidade e vontade do Estado de honrar os seus compromissos financeiros atempadamente e na sua totalidade. Da análise desses factores resultam notações intermédias que contribuem para determinar o *rating* final do emitente. Observa-se que, de uma forma geral, estes *drivers* são semelhantes entre as três agências, neles se incluindo a situação macroeconómica do país, a situação e sustentabilidade das suas finanças públicas e o risco político²². No entanto, a forma como esses *drivers* são organizados, agregados e até mesmo ponderados (matéria sobre a qual as agências não são inteiramente transparentes) apresenta algumas diferenças entre as agências. Assim, a título de exemplo, no documento resultante da proposta submetida a consulta pública em Novembro de 2010 relativamente a alterações e clarificações da metodologia de atribuição de *ratings* a Estados, a Standard & Poor's (2010: 5) considera na sua metodologia de análise um conjunto de cinco factores essenciais. Mais precisamente, os principais factores que determinam o risco de crédito de um soberano são os seguintes: (i) Efectividade (ou força) das instituições e riscos políticos; (ii) Estrutura económica e perspectivas de crescimento; (iii) Posição em termos de liquidez e investimento externo; (iv) Flexibilidade e *performance* fiscal (inclui o risco de refinanciamento), conjugados com o peso e sustentabilidade da dívida pública, responsabilidades contingentes emergentes do sector financeiro e do sector público empresarial; e (v) Flexibilidade monetária e de captação de recursos financeiros. A avaliação de cada um destes cinco factores, que compreende um conjunto de indicadores quantitativos e de considerações qualitativas, resulta numa notação intermédia, que varia entre 1 (grau mais elevado) e 6 (grau mais fraco) e que contribuem para a definição do *rating* indicativo do emitente. Sobre este *rating* indicativo podem ser realizados ajustamentos, necessários para

²² Cantor e Packer (1996: 41-43).

reflectir aspectos que eventualmente não tenham sido captados pelo modelo (por exemplo, aspectos baseados no posicionamento relativo do Estado face aos seus pares). Os Gráficos A1 e A2 em Anexo ilustram os traços gerais da metodologia analítica de atribuição de *ratings* a Estados usada pela Standard & Poor's e pela Moody's.

Conforme se referiu, a análise de cada um dos *drivers* compreende a aferição de determinados indicadores de natureza quantitativa e/ou qualitativa, aos quais estão associados certos pesos (ponderadores), consoante a sua relevância no cômputo da análise. O FMI (2010: 100-101), no seu já várias vezes citado relatório e Cantor e Packer (1996: 39-43), mencionam que, embora possam existir algumas diferenças quanto à selecção de indicadores que melhor caracterizam cada *driver*, verifica-se que as agências utilizam alguns indicadores comuns, tais como o Produto Interno Bruto *per capita* (para avaliar o dinamismo ou *performance* da economia), o nível e a composição da dívida pública (para aferir a posição financeira externa do país), os recursos financeiros do Governo (com vista a concluir sobre a flexibilidade fiscal e monetária), a robustez do sector financeiro e algum indicador sobre a estabilidade política do país. Apresenta-se na Tabela A3, em Anexo, uma agregação e sistematização efectuada no referenciado relatório do FMI acerca dos principais *drivers* e indicadores associados, utilizados pelas três principais agências na atribuição de *ratings* a Estados.

Em resultado da aplicação dos modelos analíticos de cada agência, das ponderações que cada agência atribui a cada factor e/ou indicador²³ e do julgamento realizado pelos analistas e pelo comité de *rating*, podem resultar notações diferentes atribuídas pelas agências a um mesmo emitente soberano, conforme se observa no quadro seguinte:

²³ Relativamente ao peso relativo que cada agência de notação atribui aos diversos factores de análise que determinam o *rating* final, o FMI (2010 : 102-104) faz menção a alguns trabalhos empíricos nesta área.

Tabela 3 - Ratings de longo prazo atribuídos pelas três principais agências a países europeus (notações em 29 de Novembro de 2011)

	Standard & Poor's			Moody's			Fitch		
	Positivo	Estável	Negativo	Positivo	Estável	Negativo	Positivo	Estável	Negativo
Investment Grade	AAA			Aaa			AAA		
	AA+			Aa1			AA+		
	AA			Aa2			AA		
	AA-			Aa3			AA-		
	A+			A1			A+		
	A			A2			A		
	A-			A3			A-		
	BBB+			Baa1			BBB+		
	BBB			Baa2			BBB		
	BBB-			Baa3			BBB-		
Non-Investment Grade	BB+			Ba1			BB+		
	BB			Ba2			BB		
	BB-			Ba3			BB-		
	B+			B1			B+		
	B			B2			B		
	B-			B3			B-		
	CCC+			Caa1			CCC+		
	CCC			Caa2			CCC		
	CCC-			Caa3			CCC-		
	CC			Ca			CC		
SD			C			C			
D			D			D			

Fonte: Informação extraída dos sites das agências de rating, adaptada pela Autora.

4. EFEITOS DAS NOTAÇÕES DE RISCO: EM PARTICULAR, NO CASO DOS RATINGS DE ESTADOS

4.1 Aumento do custo de financiamento (para o soberano e sector financeiro) e perdas de mercado incorridas pelos investidores

Os ratings permitem a um determinado emitente alargar a base de investidores através do acesso ao mercado de capitais, contribuindo para a liquidez dos mercados financeiros, o que pressupõe que os preços de mercado dos instrumentos de dívida são influenciados pelos ratings. Mas o argumento de que os ratings são úteis para diversos agentes, na medida em que contribuem para aumentar a liquidez dos mercados, reduzir os custos de financiamento dos emitentes (sobretudo os que possuem rating elevado) e reduzir a diferenciação entre emitentes²⁴, pode ser desafiado em alturas de deteriorações

²⁴ Barbosa e Costa (2010: 11) sugerem que, em períodos de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais, tende a existir uma menor diferenciação de risco (entre emitentes).

massivas e inesperadas dos *ratings*: como refere Sy (2009: 12), *downgrades* abruptos podem aumentar o custo de emissão de dívida e tornar bastante difícil o acesso dos emitentes ao mercado, pressionando a sua capacidade para honrar os compromissos financeiros²⁵.

Este efeito procíclico das notações de risco – uma crítica entretanto reacesa contra as agências de *rating*, pelo seu potencial contributo para o escalar da crise financeira – não resulta apenas em impactos negativos circunscritos à esfera do emitente, antes constitui um factor de risco para a própria estabilidade financeira do país. Na verdade, se em fases positivas do ciclo económico os *ratings* favoráveis tendem a encorajar o investimento no mercado, a aumentar a liquidez e a reduzir os custos de financiamento dos emitentes, nas fases negativas do ciclo os *ratings* tendem a ser revistos em baixa, contribuindo para o aumento da aversão ao risco, para a quebra ou até mesmo secagem da liquidez e para a ocorrência de perdas nas carteiras dos investidores – este encadeamento (e empolamento) de efeitos resulta, em grande medida, do problema da dependência (elevada, por sinal) dos agentes financeiros face aos *ratings*, seja para efeitos de avaliação da qualidade de crédito dos activos, seja para o cálculo dos requisitos de capital, para a gestão de fundos de investimento ou até mesmo pela insuficiência da informação divulgada sobre os produtos financeiros estruturados, como analisaremos adiante com mais detalhe. Ora a prociclicidade traduz-se, assim, num conjunto de eventos que tendem a impulsionar outros eventos em cadeia e que contribuem para agravar (ou melhorar) a situação de crise (ou expansão) em geral ou do emitente em particular; em suma, num ciclo vicioso.

A deterioração acentuada das notações de risco – em especial quando atinge níveis próximos de *non-investment grade* –, caso constitua informação nova relevante para o mercado (isto é, informação que não tenha sido antecipada pelos investidores), pode conduzir a um aumento substancial da aversão ao risco e da selectividade dos investidores relativamente a activos que detenham em carteira²⁶ (de empresas ou de soberanos), ao ponto de precipitar a venda de montantes significativos desses activos no mercado. Uma consequência imediata para os investidores que (ainda) detenham estes activos em carteira é a redução do valor de mercado destes e, consequentemente, a

²⁵ O Autor observa que tal situação ocorreu durante a crise asiática, em que os *ratings* da Indonésia, Malásia, Coreia e Tailândia caíram, de uma só vez, uma média de 5 níveis, tendo os *downgrades* ocorrido ao mesmo tempo que o aumento dos *spreads* das taxas de juro.

²⁶ O aumento da percepção de risco pode incidir sobre activos cujas notações hajam sofrido deterioração e, bem assim, sobre activos que apresentem características comuns às daqueles que foram alvo de *downgrades* (e que, em virtude desse facto, serão presumivelmente também afectados por *downgrades*).

ocorrência de perdas não realizadas (ou menos valias latentes) nas carteiras de investimento desses investidores: o que, no caso das instituições financeiras, poderá ter consequências na respectiva solvabilidade (dependendo do tratamento prudencial estabelecido pelo regulador desse Estado Membro, relativamente aos instrumentos de dívida: com efeito, nuns casos haverá neutralização nos fundos próprios dos ganhos e perdas não realizados (como sucede, actualmente, em Portugal); noutros, dedução das perdas latentes em fundos próprios).

Para além de decorrerem do aumento da percepção de risco por parte dos investidores, estes movimentos de venda de activos no mercado (as designadas *fire sales*) podem resultar da verificação de condições resolutivas presentes em contratos privados (conforme se referirá adiante na secção 6), que se prendem com a circunstância de o *rating* (de um emitente ou emissão) ter atingido um determinado nível. A verificação dessas condições pode determinar também o aumento do colateral (garantia) a entregar pelo emitente (quer sob a forma de activos, quer de dinheiro) e o direito dos credores de exigir o reembolso antecipado dos respectivos créditos²⁷. E todas estas circunstâncias podem revelar-se incomportáveis para certo emitente que, num contexto de deterioração da sua notação de risco e consequente dificuldade em aceder ao mercado para financiar-se, poderá precipitar-se para uma grave pressão de liquidez (e, no limite, para o *default*). As entidades gestoras de fundos de pensões e as empresas seguradoras, que são tipicamente investidores de elevada dimensão no mercado de capitais e, portanto, investidores de referência em instrumentos de dívida emitidos por soberanos e instituições financeiras, encontram-se habitualmente obrigadas a investir em activos com um determinado *rating* mínimo (quer por imperativos regulamentares, quer pela própria política de investimentos). Ora, a deterioração das notações de risco para níveis inferiores a esse mínimo, desencadeia um processo de venda desses activos num período de tempo relativamente curto, que pode atingir dimensões elevadas.

Mas, no caso dos *ratings* dos soberanos, os *downgrades* são susceptíveis de exercer um impacto mais agudo na estabilidade do sistema financeiro do país. Desde logo porque afectam directamente o custo do financiamento directo do país nos mercados de capitais. Por outro lado, em países cujo sistema bancário desempenha um papel crucial no financiamento e intermediação da economia e, bem assim, assegura o crescimento

²⁷ Sy (2009: 12-13), referindo um relatório de 2003 da *Securities and Exchange Commission*, intitulado *Report on the Role and Functioning of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, observa que estas cláusulas foram determinantes para o agravamento da situação financeira da Enron.

económico (como é o caso de Portugal, em que o sector empresarial não tem, em geral, dimensão para aceder directamente ao mercado de capitais e recorre ao financiamento através do sector bancário), *downgrades* no *rating* do soberano têm efeito na deterioração dos *ratings* do sector bancário. A situação torna-se tanto mais grave quanto maior a dimensão dos *downgrades*, não sendo de excluir a ocorrência de fuga de depósitos (das instituições visadas para outras ou até mesmo para fora do sistema bancário desse país), em particular quando as notações atingem níveis de *non-investment grade*. Por outro lado, como bem salienta Panetta (2011: 7-9), restrições no acesso ao mercado por bancos de países percepcionados com maior risco de crédito, potenciam alterações na composição das fontes de financiamento desses bancos, designadamente no aumento da emissão de dívida colateralizada (pela maior protecção conferida ao investidor – como por exemplo *covered bonds*), ao aumento do recurso a emissões de dívida com garantia do Estado, ao aumento do recurso ao Banco Central Europeu e a uma maior concorrência na captação de depósitos através da oferta de taxas mais elevadas. A conjugação de todos estes efeitos em cadeia influencia, subsequentemente, julgamos nós, o crescimento económico desses países, por via da contracção do crédito concedido à economia e da cobrança de juros mais elevados nos novos créditos, em reflexo do custo de financiamento também mais elevado. Nos quadros seguintes, resulta evidente a proximidade temporal entre as alterações no *rating* da República portuguesa e nos *ratings* dos principais bancos portugueses, como sejam a CGD, o BCP, o BES e o BPI. A título de exemplo, apresentam-se as notações atribuídas pela Standard & Poor's:

Tabela 4 - Relação temporal entre o *downgrade* do *rating* da República portuguesa e dos principais bancos - o caso da Standard & Poor's

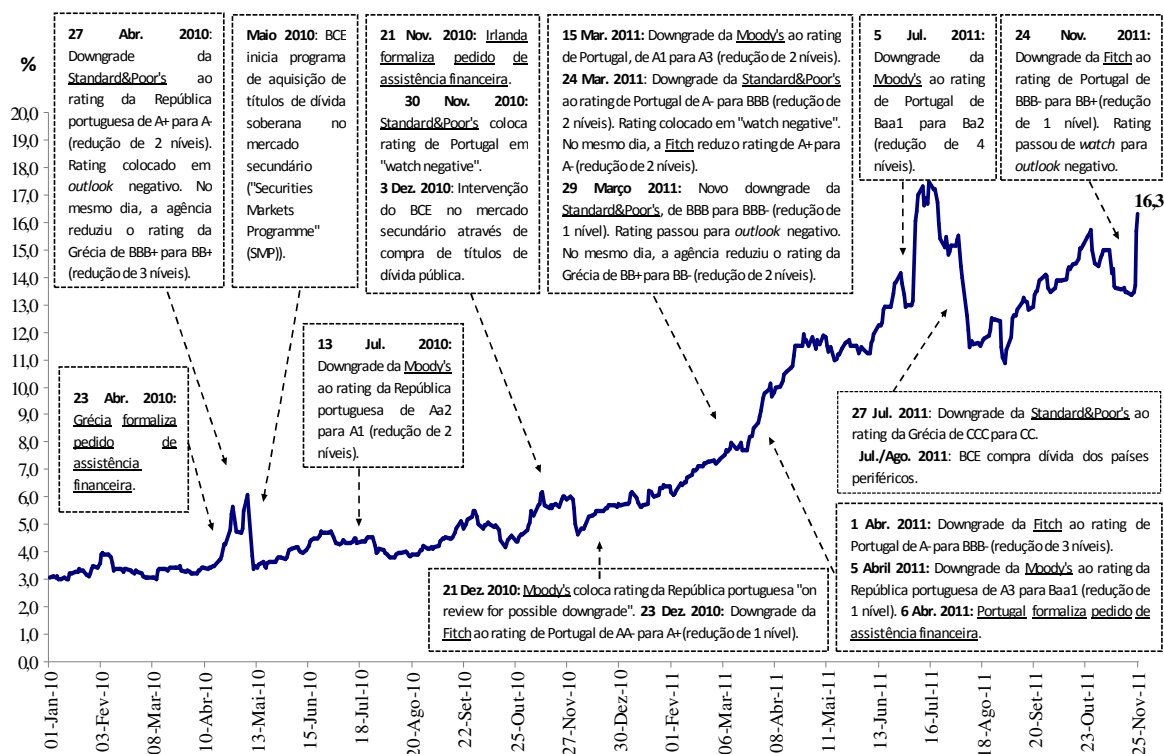
STANDARD & POOR'S			STANDARD & POOR'S		
PORTUGAL			CAIXA GERAL DE DEPÓSITOS		
Issuer Credit Rating (Foreign Long-Term)			Issuer Credit Rating (Foreign Long-Term)		
Data	Rating	Variação em níveis	Data	Rating	Variação em níveis
25-Out-1991	A+		12-Fev-2001	A+	
26-Mai-1993	AA-	+1	12-Fev-2001	A+	
15-Dez-1998	AA	+1	27-Ago-2008	AA-	+1
27-Jun-2005	AA-	-1	27-Ago-2008	AA-	
21-Jan-2009	A+	-1	21-Jan-2009	A+	-1
27-Abr-2010	A-	-2	21-Jan-2009	A+	
24-Mar-2011	BBB	-2	27-Abr-2010	A-	-2
29-Mar-2011	BBB-	-1	28-Mar-2011	BBB	-2
			31-Mar-2011	BBB-	-1

STANDARD & POOR'S			STANDARD & POOR'S			STANDARD & POOR'S		
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS			BANCO ESPÍRITO SANTO			BANCO PORTUGUÊS DE INVESTIMENTO		
Issuer Credit Rating (Foreign Long-Term)			Issuer Credit Rating (Foreign Long-Term)			Issuer Credit Rating (Foreign Long-Term)		
Data	Rating	Variação em níveis	Data	Rating	Variação em níveis	Data	Rating	Variação em níveis
11-Mai-1994	A-		9-Nov-1993	A-		27-Abr-1999	A-	
14-Mar-2006	A	+1	9-Nov-1993	A-		7-Mai-2007	A	+1
14-Mar-2006	A		29-Jan-1998	A	+1	27-Abr-2010	A-	-1
14-Mar-2006	A		29-Jan-1998	A		28-Mar-2011	BBB	+2
14-Mar-2006	A		29-Jan-1998	A		31-Mar-2011	BBB-	-1
14-Mar-2006	A		24-Out-2001	A-	-1			
14-Mar-2006	A		28-Mar-2007	A	+1			
14-Mar-2006	A		28-Mar-2007	A				
30-Jul-2009	A-	-1	27-Abr-2010	A-	-1			
27-Abr-2010	BBB+	-1	27-Abr-2010	A				
28-Mar-2011	BBB-	-2	28-Mar-2011	BBB	-2			
			31-Mar-2011	BBB-	-1			

Fonte: Standard & Poor's.

A relação temporal entre os *downgrades* do *rating* da Grécia, Irlanda e Portugal e dos *ratings* dos bancos destes países é também evidente no Gráfico A3 em Anexo.

Quanto ao concreto impacto do *rating* no custo do financiamento de um país no mercado de capitais, medido pelos níveis a que transacciona a respectiva dívida no mercado secundário, e que servem de referência para eventuais emissões de dívida no mercado primário, no gráfico seguinte ilustra-se a evolução da taxa de juro a cinco anos da dívida pública portuguesa, no período compreendido entre 1 de Janeiro de 2010 e 25 de Novembro de 2011, assinalando-se alguns eventos que terão contribuído para o aumento do custo de financiamento da República neste período. De notar, porém, que não tendo sido propósito deste estudo realizar uma análise estatística de correlação entre variáveis, julgamos que da simples análise do gráfico abaixo não é possível extrair uma relação directa de causa-efeito entre a deterioração do *rating* da República portuguesa e o aumento da taxa de juro (no caso a cinco anos). Tal circunstância, julgamos nós, fica também a dever-se à existência de uma panóplia de outros factores que, durante este período, também influenciaram (e bastante) o agravamento da taxa de juro: por exemplo, a demissão do Governo, o pedido de assistência financeira ou o risco de liquidez traduzido na acrescida dificuldade no acesso ao financiamento externo no mercado de capitais (comparativamente com outros países da periferia da zona do euro).

Gráfico 1 - Evolução da taxa de juro a 5 anos da dívida pública portuguesa

Fonte: Bloomberg

Ainda assim, consideramos que não será de excluir uma associação entre os vários *downgrades* ao *rating* de Portugal e o agravamento do custo de financiamento da República, em especial em 5 de Julho 2011 - altura em que a **Moody's** deteriorou o *rating* de Portugal, de uma só vez, em 4 níveis, e sobretudo, porque o *rating* passou para o nível de "non investment grade" - e a deterioração efectuada em 24 de Novembro de 2011, pela **Fitch** - que colocou também o *rating* de Portugal no nível de "non investment grade". Em ambas as datas, regista-se graficamente um aumento assinalável na taxa de juro. E no gráfico seguinte compara-se a evolução da taxa de juro da dívida pública portuguesa e alemã a cinco anos, no período compreendido entre 25 de Novembro de 1997 e 25 de Novembro de 2011. A maior selectividade dos investidores observada durante a crise, bem como a maior percepção de risco quanto à situação macroeconómica dos vários países da área do euro (aqui incluído o risco de crédito e de liquidez), contribuem para justificar a descolagem das taxas de Portugal face às da Alemanha (mais acentuada a partir de Abril 2010), e também a diferenciação observada, de uma forma geral, entre as taxas de juro das obrigações dos países da zona euro:

Gráfico 2 - Evolução da taxa de juro a 5 anos da dívida pública portuguesa e alemã



Fonte: Bloomberg

Não obstante a limitação estatística referida antes, os gráficos sugerem, porém, o aumento do risco de crédito de Portugal percebido pelos investidores - sendo o *rating* uma forma de representação externa desse risco de crédito enquanto linguagem estandardizada utilizada pelo mercado. No estudo que efectuaram sobre os factores que, no contexto da crise económica e financeira, determinaram a evolução dos *spreads* das taxas de juro das obrigações soberanas na zona euro face à Alemanha, Barbosa e Costa (2010: 4-5; 9-10) concluem que, no período anterior à falência da Lehman Brothers (Setembro de 2008), o prémio de risco global nos mercados financeiros (ou seja, a aversão global ao risco) explicava, em média, cerca de 70% dos *spreads*. A partir de Setembro de 2008, com o acentuar da crise, factores (e vulnerabilidades) específicos dos países, ao nível da sua qualidade de crédito (*country credit risk*) e liquidez, passaram a ter um peso relativo mais elevado na evolução dos *spreads* das taxas de juro dos soberanos, justificando cerca de 50% do nível médio de *spreads* observado entre Setembro de 2008 e Dezembro de 2009, sendo que o risco de contágio entre Estados membros da área do euro terá também exercido uma influência significativa. Esta conclusão parece ser corroborada por Longstaff et al (2011: 75-78; 98-99), que sustentam que as alterações no risco de crédito de soberanos – medidas pela variação nos respectivos níveis de CDS – são, em grande medida, explicadas pela dependência

de factores comuns de mercado que têm uma natureza global, e não por características específicas do país. Este resultado, que teve por base informação relativa ao período de 2000-2010, poderá alterar-se, segundo os Autores, se analisados períodos de crise (como o que vai de 2007 a 2010), nos quais não será de excluir o aumento do peso de factores locais, específicos de cada país, na evolução dos CDS.

Assim sendo, a questão que importa colocar é a de saber em que medida o aumento do risco de crédito, motivado pelos desequilíbrios macroeconómicos identificados pelos investidores, antecede a deterioração dos *ratings*. Com efeito, o aumento das taxas de juro do Estado, antes de revisões em baixa do *rating*, poderá indiciar que os investidores antecipam essa deterioração, a qual, no momento em que é anunciada pelas agências, terá um efeito mais atenuado. A literatura existente sobre o caso específico de *ratings* dos soberanos não é conclusiva. Se, por um lado, os anúncios emitidos pelas agências tendem a surtir impacto nas taxas de juro e nos CDS dos soberanos, por outro lado existem indícios de que o mercado antecipa, em alguns meses, alterações no *rating*, que alguns Autores associam ao facto de os *ratings* de soberanos se basearem em informação pública.

Micu et al (2006: 1-2; 13)²⁸ encontraram indícios de que todos os tipos de anúncios de *rating* (seja revisões, alterações nos *ratings* ou nos *outlooks*, positivas ou negativas) têm um impacto estatisticamente significativo no preço dos CDS, ou seja, contêm informação relevante para o mercado, quanto ao preço dos CDS. Os investidores parecem assim valorizar a sinalização presente nos *outlooks*, por se tratar de informação tempestiva (*timely information*) sobre possíveis alterações na qualidade de crédito do emitente, mas também as revisões de *ratings*, por transmitirem informação de carácter mais estável – pois que reflectem uma perspectiva de longo prazo (*forward looking*) da qualidade de crédito –, ainda que o impacto nos preços dos CDS, concluem os Autores, seja mais significativo neste último caso e em particular se o *rating* do emitente for colocado em revisão com o risco de passar para *non-investment grade*. No mesmo sentido estão as estimativas do FMI (2001: 115) referentes a uma amostra de Estados com *ratings* atribuídos pela Moody's e simultaneamente com informação relevante de CDS de Janeiro de 2005 a Julho de 2010. Estima o FMI que alertas negativos nos *ratings* (ou *credit watches*) reflectem-se em aumentos estatisticamente significativos dos CDS: de cerca de 100 pontos base nas economias avançadas e 160 pontos base nas

²⁸ É de notar que este estudo baseou-se numa amostra de empresas, e não de soberanos.

economias emergentes. As alterações no *rating* têm, em geral, um impacto pouco significativo no caso da Moody's, uma vez que o valor informativo é transmitido sobretudo pelos alertas e pelas alterações de *outlooks*, sendo que frequentemente a agência faz preceder as alterações de *rating* de alertas (27% das alterações de *rating* são precedidas por alertas, proporção que compara com 14% na Standard & Poor's e 8% na Fitch Ratings). Não obstante, *downgrades* para a categoria de *non-investment grade* originam um aumento de cerca de 38 pontos base nos CDS.

Já Henry et al (2011: 4), numa análise que incidiu sobre empresas e não sobre Estados, concluem que tanto os investidores de acções como de obrigações antecipam *downgrades* nos *ratings*, sendo que, no caso dos investidores em acções, as posições *short* (vendedoras) antecedem cerca de 12 meses o *downgrade* e, no caso dos investidores em obrigações, essa antecipação (reflectida no aumento das taxas das obrigações) é menor, cerca de 3 meses antes da efectivação do *downgrade*. Neste sentido, julgamos que não será de excluir que, também no contexto do mercado de obrigações de Estados, existam indícios de tomada de posições *short* por parte dos investidores, antes dos *downgrades*. Tendo em conta as conclusões de Barbosa e Costa (2010) (atrás referenciadas) sobre os factores que, entre 2007 e 2010, determinaram a evolução dos *spreads* das taxas de juro das obrigações de soberanos face à Alemanha, admitimos que esses indícios, nos países da zona euro, tenham assumido relevância no contexto da crise, em que o risco específico de cada Estado passou a assumir um maior peso na justificação da evolução dos respectivos *spreads* de crédito.

Parece-nos, pois, razoável presumir que, embora o mercado antecipe, em certa medida, a alteração no *rating* do soberano (até porque parte da informação quanto à situação financeira dos países é pública) – o que sugere que pelo menos alguns dos investidores são investidores sofisticados ou informados –, existe ainda um impacto estatisticamente significativo na taxa de juro e nos CDS, inerente ao anúncio dessa alteração. Ou seja, o anúncio de alterações de *ratings* ou de revisões de *outlook* acrescenta informação nova e considerada relevante pelos investidores no mercado, influenciando as taxas de juro. Também neste sentido apontam as conclusões do estudo desenvolvido por Cavallo et al (2008: 43-44), que teve em vista avaliar o conteúdo informativo que os *ratings* possuem, por comparação com o detido pelos *spreads* de crédito.

Para além dos efeitos nas taxas de juro das obrigações emitidas pelo Estado e nos CDS, as alterações no *rating* têm também efeitos noutros mercados de activos financeiros, como por exemplo o mercado accionista (efeitos que se confundem com a

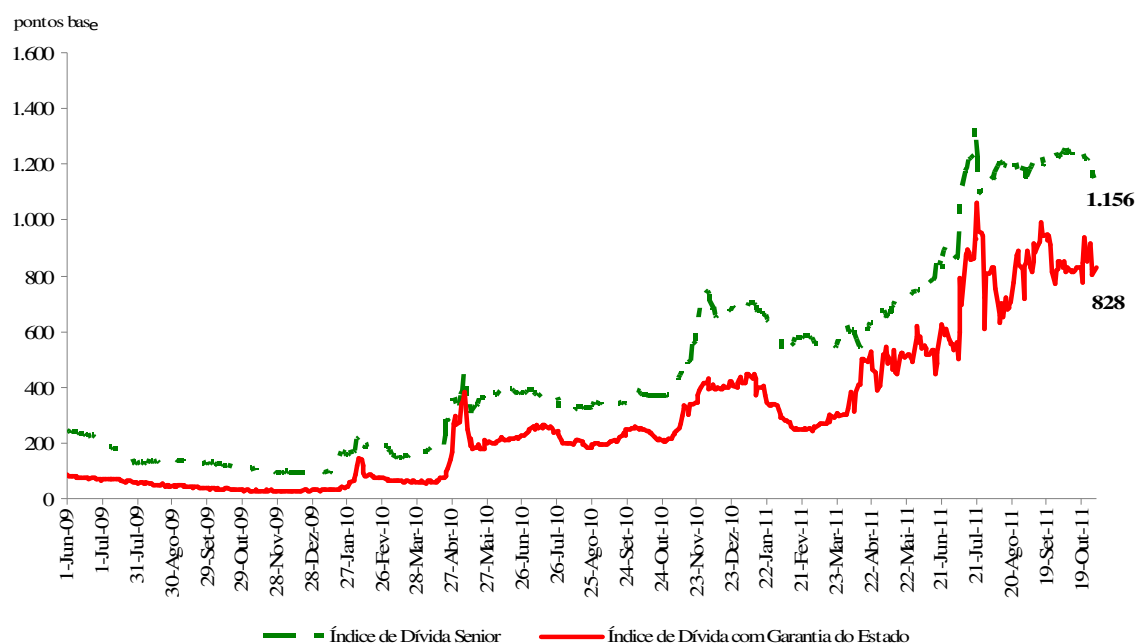
interdependência estrutural e com os mecanismos de transmissão que existem entre os mercados). Arezki et al (2011: 14) reflectem que a relação entre os CDS do soberano e o mercado accionista tem especificidades em cada país, sugerindo que a transmissão de *rating news* à economia pode ter origem em vários *points of entry*. Assim, observaram que o aumento dos CDS do soberano em Espanha conduz à queda da *performance* do mercado accionista, incluindo dos índices bancário e segurador, embora a relação não se verifique no sentido inverso. Pelo contrário, na Holanda, a melhoria da *performance* dos índices accionistas do sector bancário e segurador motiva uma diminuição dos CDS do soberano, e, em Itália, o desempenho do índice segurador e os *spreads* do soberano influenciam-se mutuamente.

A importância do *rating* do soberano no custo de financiamento dos bancos pode também ser aferida através do valor da garantia explícita concedida por esse soberano. Um indicador do valor dessa garantia explícita é o *spread* entre as taxas de rendibilidade da dívida emitida pelos bancos com e sem garantia do respectivo soberano. A este respeito, num estudo liderado por Panetta (2011) conclui-se que em países com *rating* AAA (tal como o Reino Unido, a Alemanha e a França) o valor da garantia é elevado, sendo também elevado o diferencial entre o nível, no mercado secundário, a que transacciona a dívida com garantia do Estado e a dívida sénior. De acordo com dados de 2010, esse diferencial (que denominaremos de poupança) nesses países terá ascendido a cerca de 70 a 130 pontos base. Pelo contrário, em países com *rating* inferior, como é o caso de Espanha e da Irlanda, aquele diferencial situou-se entre 0 e 50 pontos base. Conforme ficou demonstrado nesse estudo, o nível de poupança alcançável no custo de financiamento dos bancos através de emissão de dívida com garantia do Estado encontra-se, assim, directamente relacionado com o valor da garantia prestada pelo soberano, ou seja, com o *rating* desse soberano. Resultado perverso, contudo, mas que importa assinalar, é o de que não obstante o objectivo de assegurar a estabilidade financeira através da adopção generalizada, pelos Estados Membros, de programas de garantias estatais ao sector financeiro para emissão de dívida²⁹, admite-se que estes programas podem derivar num efeito pernicioso e de distorção no mercado pelo facto de bancos “fracos” de países “fortes” (i.e. países com *rating* elevado) poderem emitir com custo inferior a bancos “fortes” em países “fracos”.

²⁹ O programa de garantias pessoais do Estado português ao sector financeiro é enquadrado pela Lei n.º 60-A/2008, de 20 de Outubro e Portaria n.º 1219-A/2008, de 23 de Outubro (alterada pela Portaria n.º 946/2010, de 22 de Setembro). Actualmente, o programa é de 35 mM€, tendo sido utilizados 5.080 M€.

Embora o referido estudo liderado por Panetta (2011) não tenha abrangido o caso português quanto ao aspecto específico do valor da garantia explícita do soberano, procurámos estimar os resultados para a realidade nacional (a metodologia seguida encontra-se descrita no Anexo, secção 10.1). Os resultados, apresentados nos gráficos seguintes, revelam que, no final de Outubro de 2011, a dívida com garantia do Estado permitia poupar cerca de 328 pontos base no custo de financiamento dos bancos portugueses que realizaram tais emissões garantidas (face ao custo da dívida sénior *unsecured*).

Gráfico 3 - Diferencial entre os *spreads* da dívida sénior emitida pelos bancos com e sem garantia do Estado (p.b.) – o caso Português

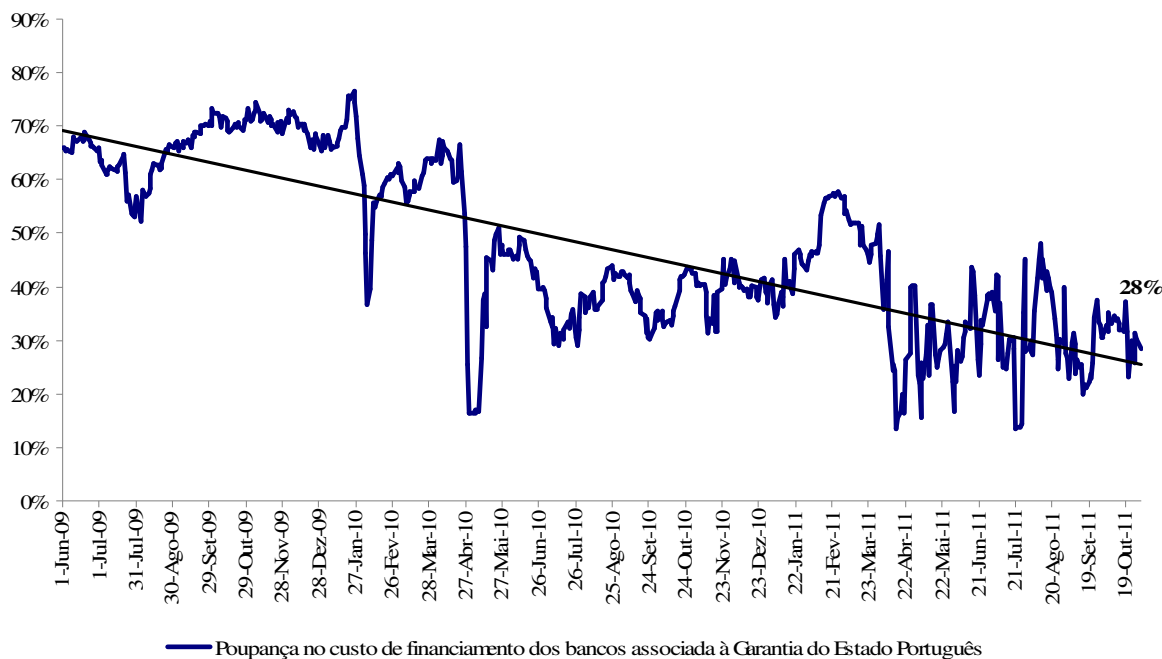


Fonte: Bloomberg

Julgamos, porém, que mais relevante do que o valor da poupança em valores absolutos é o valor relativo dessa mesma poupança - no caso de Portugal o valor da garantia do Estado permitiu poupar, naquela data, cerca de 28% ao custo de financiamento dos bancos portugueses. A tendência decrescente do valor da garantia explícita do soberano Português, traduzida na diminuição da poupança no custo de financiamento dos bancos permitida por essa mesma garantia, reflecte as sucessivas deteriorações do *rating* da República. Atendendo ao *rating* actual de Portugal (S&P: BBB-; Moody's: Ba2; Fitch: BB+), admitimos que o valor da garantia explícita do soberano seja muito reduzido, eventualmente próximo de zero. De assinalar que no Gráfico 4, a oscilação acentuada da

curva representativa da poupança permitida pela garantia do Estado, denota a falta de liquidez no mercado, em particular relativamente a Portugal (*spreads* bid-offer muito largos), reflectindo-se em oscilações pronunciadas dos preços, que poderão não ser representativos de níveis transaccionáveis no mercado.

Gráfico 4 – Evolução da poupança no custo de emissão de dívida associada à garantia do Estado Português



Fonte: Bloomberg

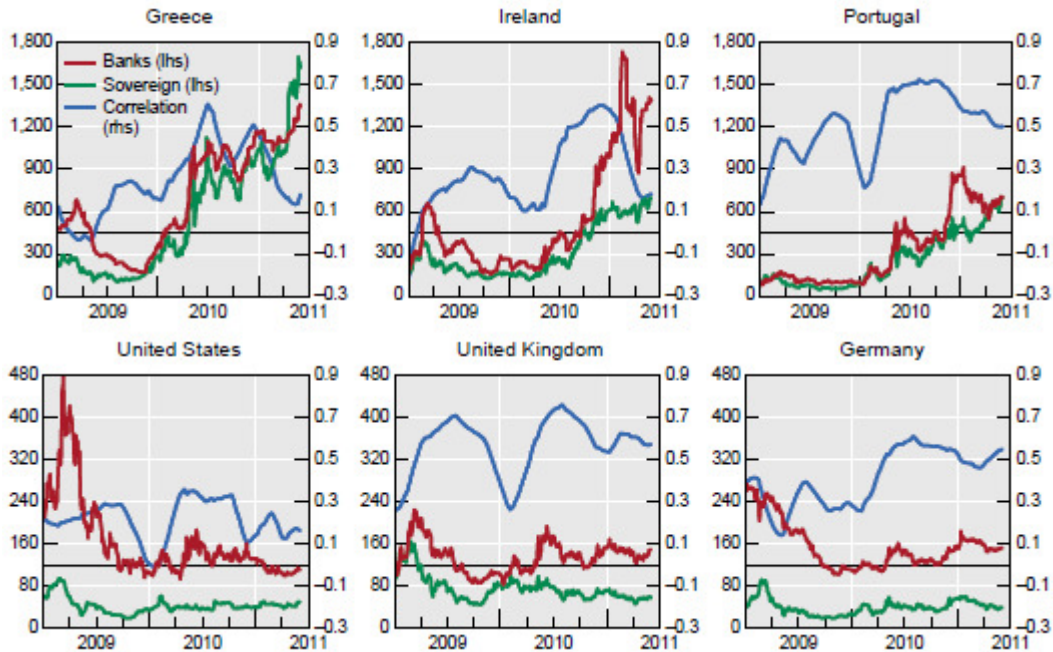
Também evidência da importância crescente do risco soberano para o custo de financiamento das economias, para além da que julgamos ter ficado clara nas já mencionadas conclusões do estudo realizado por Costa e Barbosa (2010) (i.e. de que factores específicos ao soberano passaram a representar um peso determinante no custo de financiamento dos Estados Membros no mercado de capitais) é a de que também o próprio custo de financiamento dos bancos europeus tem reflectido, desde 2009, as condições de financiamento do respectivo soberano, como conclui Panetta (2011), reflectindo-se tal circunstância (i) no aumento da correlação entre os CDS dos bancos e do soberano (Gráfico 5) e (ii) no facto de os *spreads* das emissões de dívida dos bancos incorporarem uma importante parcela relacionada com as características do soberano (Gráfico 6). Em 2010, concretiza o Autor, factores específicos ao soberano representaram cerca de 30% do *spread* das emissões de dívida dos bancos, enquanto que factores específicos ao banco tiveram um peso de 20%.

Gráfico 5 - Aumento da correlação entre os CDS dos bancos e do soberano (p.b.)

O coeficiente de correlação (ρ) é estimado através da seguinte fórmula:

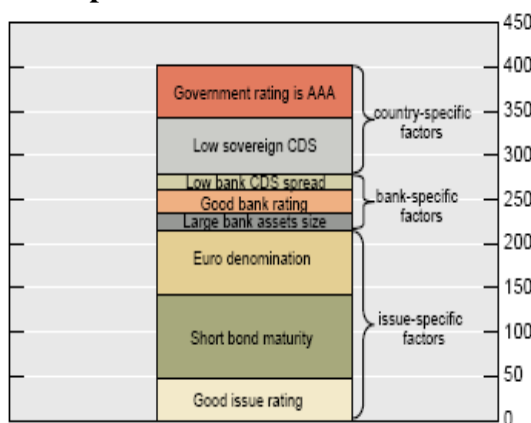
$$\rho_{i,j} = [\text{Covariância}_{(i,j)} / \sigma_i * \sigma_j], \quad (1)$$

sendo: σ_i o desvio padrão da variável i; e σ_j o desvio padrão da variável j



Fonte: Panetta (2011: 44).

Gráfico 6 - Componentes do *spread* de emissões de obrigações de bancos europeus: a importância do risco soberano no custo do financiamento dos bancos (p.b.)



Fonte: Panetta (2011: 12)

Admitimos, assim, ser possível concluir que em fases de grande instabilidade nos mercados financeiros, o risco de crédito do soberano, medido pelo *rating*, assume um papel determinante nas condições de financiamento do sector bancário e da economia em geral.

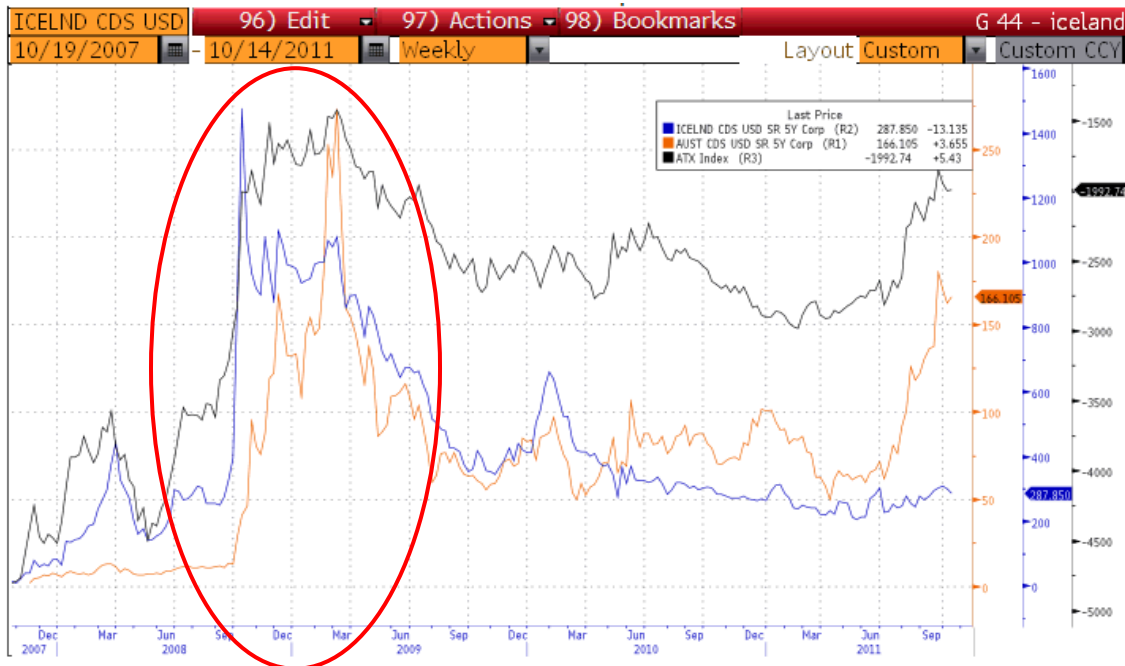
4.2 Efeitos sistémicos: risco de contágio entre países e mercados

Arezki et al (2011: 20) concluíram que os efeitos de *sovereign rating news* não se circunscrevem apenas ao país ou mercado financeiro no qual ocorreu essa alteração do

rating (ou do *outlook*): pelo contrário, essa informação tem um efeito sistémico na estabilidade financeira de outros países e mercados financeiros. Os Autores constataram, mais precisamente, que *downgrades* de Estados europeus produzem efeitos de contágio, significativos sob o ponto de vista estatístico e económico, entre países e entre mercados financeiros europeus, sugerindo que *downgrades* nos *ratings* de Estados são susceptíveis de originar instabilidade financeira. Esta conclusão parece ser partilhada por Gande e Parsley (2005: 691-694; 717), num estudo onde sugerem existir efeitos de transmissão, que são significativos, de *downgrades* de *ratings* de um soberano nos *spreads* de crédito de outros soberanos. Verificaram, de qualquer modo, que os impactos são assimétricos, na medida em que da ocorrência de *upgrades* não resultam efeitos relevantes nos *spreads* de crédito dos soberanos, por contraste com o que sucede com os *downgrades*.

Arezki et al (2011: 15-16; 22) assinalam, igualmente, que o sinal e a magnitude dos efeitos de transmissão dependem do grau de interdependência existente entre as economias e mercados financeiros, do tipo de anúncios de *rating* (se *downgrade*, se revisão do *outlook*), do país objecto do anúncio de *rating* e da agência de *rating* que emite o anúncio. Admitem também que as referências a *ratings* presentes na regulação bancária e em contratos privados podem justificar a dimensão sistémica dos impactos que estimaram. Verificaram ainda que os impactos de *downgrades* de soberanos para níveis próximos de *non-investment grade*, como sucedeu, por exemplo, com o *downgrade* da Grécia por parte da Fitch Ratings de A- para BBB+, em 8 de Dezembro de 2009, transmitem-se a outros países da zona euro. Estimaram, inclusivamente, que esse *downgrade* da Grécia fez aumentar em 17 pontos base os CDS do soberano grego e em 5 pontos base também os CDS da Irlanda.

Um outro exemplo de *downgrade* mas com efeitos de transmissão distintos, foi o *downgrade* do *rating* da Islândia, em 24 de Novembro de 2008, que contagiou o mercado accionista austríaco, incluindo o sector bancário e segurador. Com efeito, conforme se verifica no gráfico seguinte, registou-se entre Setembro e Novembro de 2008 um alargamento assinalável dos CDS da Islândia, altura em que o *rating* da Islândia sofreu vários *downgrades*, tendo passado de A para BBB- (uma diminuição total de 4 níveis). Este alargamento repercutiu-se no aumento do custo dos CDS do soberano Austríaco e na queda do índice accionista Austríaco (por conveniência gráfica, a escala relativa ao índice accionista – linha a preto – encontra-se invertida, pelo que o efeito da devalorização do índice surge graficamente como uma subida).

Gráfico 7 - Impacto da deterioração do *rating* da Islândia nos mercados Austíacos

Fonte: Bloomberg

Por outro lado, o *downgrade* de países bálticos teve efeitos de contágio no aumento dos níveis de CDS da Áustria, bem como impactos no seu mercado accionista, apesar de o *rating* da Áustria ter permanecido inalterado. Uma das razões para estes impactos terá sido a elevada exposição do sector bancário austriaco a bancos do Báltico.

Já Gande e Parsley (2005: 691) estimaram, de uma forma mais ampla, que, em média, à diminuição do *rating* de um soberano em um nível está associado um aumento de 12 pontos base nos *spreads* de crédito de outros soberanos. Resultado também interessante, alcançado por Arezki e Candelon (2011: 16-18), prende-se com o sinal dos efeitos de transmissão, quando se trata de alterações no *outlook* ou no *rating*. Assim, revisões no *outlook* de Estados estão associadas a efeitos de transmissão negativos (ou contágio), sugerindo que os mercados financeiros reagem em antecipação no sentido em que esperam que factores de risco identificados num país se espalhem a outros países ou que a informação contida no *outlook* configure um risco comum a outros Estados membros. Pelo contrário, *downgrades* no *rating* estão associados a efeitos positivos de transmissão (ou *flight to quality*), verificando-se que os mercados financeiros reagem aos *downgrades* vendendo massivamente (*fire selling*) as obrigações desses países e investindo em obrigações de outros países. De todo o modo, conforme antes referido e também mencionado pelos Autores, este movimento de venda pode ser motivado pelo accionamento de cláusulas resolutivas presentes nos contratos. Foi constatada ainda por

Arezki et al (2011: 18-19) uma selectividade na reacção dos mercados quanto à agência que produz os anúncios. Assim, os anúncios da Standard & Poor's parecem ter um impacto mais significativo, sob o ponto de vista da transmissão/contágio, do que os anúncios da Moody's, e estes um impacto maior do que os da Fitch Ratings (sendo que os efeitos de transmissão dos anúncios da Fitch Ratings parecem circunscrever-se aos CDS do soberano, enquanto os da Standard & Poor's e da Moody's estendem-se a outros mercados de activos financeiros). Este resultado parece ser corroborado pelo já mencionado relatório do FMI (2010: 114-115), onde se refere que o valor da informação transmitido pelos *downgrades* e *outlooks* é distinto entre as três maiores agências e que a Moody's e a Fitch Ratings tendem a seguir mais vezes as alterações negativas efectuadas pela Standard & Poor's, do que o inverso. Com efeito, sabe-se que, de uma forma geral, a Standard & Poor's é percebida no mercado como uma agência mais conservadora, mais fiável, enquanto a Moody's e a Fitch Ratings estão conotadas como algo benevolentes nas notações que atribuem.

5. DEPENDÊNCIA REGULAMENTAR FACE AOS RATINGS

5.1 Perspectiva geral

O enquadramento legal e regulamentar pode ter efeitos perniciosos, na medida em que a excessiva confiança dos agentes no *rating* (associada à relevância que o legislador lhe conferiu) é susceptível de originar uma atitude acrítica dos investidores face aos riscos em que poderão envolver-se nos investimentos que realizam. Como inclusivamente é reconhecido pela Comissão Europeia, no âmbito da segunda proposta de alteração ao Regulamento n.º 1060/2009 e da CRD IV, actualmente os *ratings* assumem um “papel quase institucional”, pois que encontrando-se bastante presentes na legislação europeia, motivam a dependência dos agentes face a essas notações exercendo, por conseguinte, um impacto directo sobre a sua actuação nos mercados financeiros.

5.2 A Directiva 2006/48/CE: cálculo dos requisitos mínimos dos fundos próprios das instituições de crédito

Apesar de as agências de notação de risco insistirem na circunstância de as suas notações visarem uma escala de ordenação do risco de crédito e não uma determinada probabilidade de *default* associada a cada nível de *rating*, a utilização que é feita das notações para os fins da Directiva 2006/48/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao

seu exercício, alterada pela Directiva 2009/111/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009 – que, no seu artigo 80º, prevê a utilização de notações de risco produzidas por agências de notação de risco (desde que reconhecidas como ECAI) para o cálculo dos requisitos mínimos dos fundos próprios das instituições de crédito – aponta para um mapeamento entre os *ratings* e determinadas métricas de risco de crédito (designadamente probabilidades de incumprimento). Em concreto, para as instituições financeiras que aplicam o método Padrão para efeitos da determinação dos montantes das posições ponderadas pelo risco para o cálculo do rácio de solvabilidade, a aludida *Directiva 2006/48/CE* – vulgarmente designada, em conjugação com a *Directiva 2006/49/CE, Capital Requirements Directive* ou, abreviadamente, CRD³⁰, que foi transposta pelo Decreto-Lei n.º 104/2007, de 3 de Abril e regulamentada pelo Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2007, de 27 de Abril –, estabelece, no seu artigo 80º, n.º 1, que devem ser aplicados coeficientes de ponderação baseados na classe a que o risco for afectado e na sua qualidade de crédito, sendo que a qualidade de crédito pode ser determinada com base nas avaliações de crédito das agências de notação externa (ECAI). Neste sentido, a referência aos *ratings* em instrumentos comunitários (com a consequente criação de um mercado cativo para as agências de *rating*) bem pode ser apontada como um dos factores que contribuiu para a dependência do sistema financeiro relativamente aos *ratings*. Em particular, a sua referência na *Directiva 2006/48/CE* e o correspondente mapeamento que pressupõe, podem ser entendidos como elemento de certificação atribuído pelas autoridades de supervisão a certos valores mobiliários ou de validação da qualidade de crédito de determinados activos e de incentivo das instituições financeiras à utilização das notações por razões ligadas à necessidade de cumprimento dos requisitos regulamentares. Curiosamente, importa referir que, no considerando 39 da referida *Directiva* (de 2006), chamava-se já a atenção para a necessidade de se enquadrar e promover a supervisão da actividade das agências de *rating*, dada a importância das notações produzidas por estas entidades para o cálculo dos requisitos mínimos de capital das instituições financeiras europeias. Lê-se o seguinte nesse considerando: “Na utilização de estimativas externas e internas, bem como de notações internas, deverá ter-se em conta que apenas as últimas são actualmente elaboradas por uma entidade — a própria instituição de crédito — sujeita a um processo de reconhecimento a nível comunitário. No caso da notação externa, são

³⁰ Consulte-se, quanto a estes aspectos, <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/SupervisaoPrudencial/Paginas/BasileiaII.aspx>.

utilizados produtos das chamadas agências de notação reconhecidas, que não se encontram actualmente sujeitas na Comunidade a qualquer processo de autorização. Tendo em conta a elevada importância da notação externa para o cálculo dos requisitos mínimos de fundos próprios no âmbito da presente directiva, é necessário estruturar de forma mais clara o futuro processo de reconhecimento e supervisão das agências de notação”.

Mas existe um outro aspecto – para além do da necessidade de uso de notações de agências de notação de risco reconhecidas para a avaliação da qualidade de crédito dos respectivos activos – em que se revela a dependência das instituições de crédito face a tais notações: a consideração, para efeitos prudenciais no âmbito do cálculo dos requisitos de capital, do *rating* do soberano como ponto de referência dos *ratings* das exposições (ou posições em risco) detidas por instituições financeiras sobre outras instituições. Com efeito, no direito português optou-se, no cálculo dos montantes das posições ponderadas pelo risco sobre instituições de crédito, pela aplicação do “*método baseado na qualidade de crédito da administração central do Estado em que a instituição está sediada*”, ou seja, pela utilização do *rating* da República portuguesa como referência no cálculo do ponderador a aplicar³¹. É o que resulta do Anexo III, Parte 2, 6, 21, do Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2007, de 27 de Abril, que determina que “[à]s posições em risco sobre instituições deve ser aplicado [...] um ponderador em função do grau da qualidade de crédito atribuído às posições em risco sobre a administração central do país em que a instituição se encontra estabelecida”.

Tendo em conta as regras estabelecidas no Anexo III, Parte 4, 1, parágrafos 5 a 7, do mesmo Aviso e atendendo aos actuais níveis de *rating*³² atribuídos pelas três agências de notação à dívida de longo prazo da República portuguesa (Standard & Poor’s: BBB-; Moody’s: Ba2; Fitch Ratings: BB+), resulta que o *rating* de referência para o cálculo das posições em risco das instituições de crédito portuguesas perante a classe de risco “Instituições” e outras equiparadas é “BB” (categoria genérica). Nos termos do Anexo I da Instrução do Banco de Portugal n.º 10/2007, que regula o reconhecimento de agências de notação externa (ECAI) e respectivo mapeamento, resulta que a notação “BB” (categoria genérica) corresponde ao grau 4 da qualidade do crédito, de acordo com a seguinte Tabela 5. Subsequentemente, e debruçando-nos apenas nas exposições

³¹ A outra opção – não seguida no caso português – seria a adopção do “*método baseado na qualidade de crédito da instituição contraparte*”, de acordo com o qual o ponderador a aplicar às posições em risco dependeria do *rating* atribuído à respectiva contraparte.

³² Consideraram-se os *ratings* à data de 29 de Novembro de 2011.

perante residentes, consoante o grau da qualidade do crédito de referência (e, portanto, o *rating* da República portuguesa, no caso o grau 4), são aplicáveis ponderadores distintos às posições em risco que as instituições de crédito detenham (perante residentes) na classe de “Instituições” e outras equiparadas, conforme se sintetiza na Tabela 6.

Tabela 5 - Mapeamento entre os *rating* de longo prazo e os graus da qualidade do crédito da CRD

Grau da qualidade do crédito	Fitch	Moody's	S&P
1	AAA a AA-	Aaa a Aa3	AAA a AA-
2	A+ a A-	A1 a A3	A+ a A-
3	BBB+ a BBB-	Baa1 a Baa3	BBB+ a BBB-
4	BB+ a BB-	Ba1 a Ba3	BB+ a BB-
5	B+ a B-	B1 a B3	B+ a B-
6	Inferior a B-	Inferior a B3	Inferior a B-

Fonte: Instrução do Banco de Portugal n.º 10/2007, Anexo I.

Nota: Atendendo a que o presente estudo incide sobre o caso particular do impacto dos *ratings* da dívida soberana, foi excluída da tabela acima o mapeamento associado às notações de risco atribuídas pela Coface Serviços Portugal e pela ICAP, duas agências de *rating* também reconhecidas como ECAI pelo Banco de Portugal, mas apenas para efeitos do segmento de mercado “Empresas”. O mapeamento completo, englobando todas as ECAI reconhecidas pelo Banco de Portugal até à data deste estudo pode ser consultado em Anexo (Tabela A4).

Tabela 6 - Ponderador de risco a aplicar pelas instituições de crédito portuguesas perante exposições (a residentes) classificadas em certas classes de risco - nos vários cenários de grau da qualidade do crédito da República portuguesa

Grau da qualidade do crédito	Classes de risco			
	Administração Central ^[1]	Administrações Regionais ou Locais	Entidades do Sector Público	Instituições ^[2]
1	0%	20%	20%	20%
2	20%	50%	50%	50%
3	50%	100%	100%	100%
4	100%	100%	100%	100%
5	100%	100%	100%	100%
6	150%	150%	150%	150%

Fonte: Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2007, Anexo III, Parte 2.

[1] Nos termos do Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2007, Anexo III, Parte 2, parág. 4, às posições em risco sobre administrações centrais ou bancos centrais de Estados membros da União Europeia, expressas e financiadas na moeda nacional dessa administração central ou desse banco central, deve ser aplicado um ponderador de risco de 0%. [2] Nos termos do Aviso do Banco de Portugal n.º 5/2007, Anexo III, Parte 2, parág. 23, as posições em risco sobre instituições com prazo de vencimento inicial não superior a três meses devem ser ponderadas a 20%.

O resultado das ponderações das exposições que as instituições financeiras e empresas de investimento detêm sobre as referidas entidades influencia a dimensão do capital mínimo que, obrigatoriamente, devem possuir para efeitos regulamentares. Deste modo, o agravamento dos ponderadores de risco decorrente da deterioração do nível de risco

do Estado, expresso na diminuição do respectivo *rating* (e, portanto, a passagem, por exemplo, do grau de qualidade do crédito de 5 para 6), poderá obrigar a um reforço dos níveis de capital regulamentar por parte das instituições de crédito.

5.3 Política Monetária do Eurosistema: a Orientação BCE/2000/7 e a Instrução do Banco de Portugal n.º 1/99

5.3.1 Elegibilidade dos activos

Com o objectivo de proteger o Eurosistema de eventuais perdas em operações de política monetária e assegurar um tratamento igual a todas as contrapartes, bem como promover a eficiência operacional e transparência, os activos subjacentes têm que cumprir determinados requisitos de forma a serem elegíveis nas operações de política monetária do Eurosistema. Esta matéria encontra-se regulada na Orientação do Banco Central Europeu, de 31 de Agosto de 2000, relativa aos instrumentos e procedimentos de política monetária do Eurosistema (Orientação BCE/2000/7), que já foi objecto de numerosas alterações: mais precisamente, na Secção 6.3. do seu Capítulo 6, que trata do Quadro de avaliação de crédito do Eurosistema (*Eurosystem credit assessment Framework* ou, abreviadamente, ECAF), definindo o conjunto de procedimentos, regras e técnicas que assegura o requisito do Eurosistema de que sejam cumpridos elevados padrões de crédito para todos os activos elegíveis.

Em concreto, na avaliação da qualidade de crédito associada aos activos elegíveis para efeitos da sua utilização como garantia em operações de política monetária, o Eurosistema toma em consideração as avaliações de crédito provenientes de uma das seguintes fontes (cfr. o ponto 6.3.1. do referido Capítulo 6): (i) instituições externas de avaliação de crédito (*external credit assessment institutions* ou ECAI); (ii) sistemas internos de avaliação de crédito dos Bancos Centrais nacionais (*in-house credit assessment systems* ou ICAS); (iii) sistemas baseados em notações de crédito internas (*counterparties' internal ratings-based* ou IRB); (iv) ferramentas de notação de crédito fornecidas por terceiros (*systems or third-party providers' rating tools* ou RT). De modo a garantir a consistência e comparabilidade entre as quatro fontes de *credit assessments* utilizados no ECAF, o Eurosistema estabeleceu critérios de aceitação para cada uma dessas fontes e monitoriza regularmente a sua performance - ou seja, também o Eurosistema realiza o seu próprio processo de certificação de entidades cujas notações podem ser utilizadas pelas instituições de crédito para efeitos de política monetária, seguindo, aliás, o mesmo espírito, com que as autoridades de supervisão nacionais

realizam a certificação de ECAI cujas notações podem ser utilizadas pelas instituições de crédito no cálculo dos requisitos de capital. Assim, também no âmbito da política monetária, a referência e dependência relativamente aos *ratings* é notória.

Tabela 7 – Entidades cujas notações de risco são aceites pelo Eurosistema para elegibilidade dos activos nas operações de política monetária

Credit assessment source	Credit assessment system / provider	Coverage
ECAI	DBRS	Eligible issuers / debtors / guarantors from EEA or non-EEA G10 countries
	Fitch Ratings	Eligible issuers / debtors / guarantors from EEA or non-EEA G10 countries
	Moody's	Eligible issuers / debtors / guarantors from EEA or non-EEA G10 countries
	Standard & Poor's	Eligible issuers / debtors / guarantors from EEA or non-EEA G10 countries
ICAS	Banco de España	Spanish non-financial corporations
	Banque de France	French non-financial corporations
	Central Bank of Ireland	Mortgage-backed promissory notes issued by Irish credit institutions
	Deutsche Bundesbank	German non-financial corporations
	Oesterreichische Nationalbank	Austrian non-financial corporations
RT	Coface Serviços Portugal S.A.	Portuguese non-financial corporations (belonging to the sectors agriculture, industry and construction)
	ICAP, S.A.	Greek non-financial corporations
	LINCE SpA	Italian non-financial corporations

Fonte: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/risk/ecaf/html/index.en.html>

Como se refere no ponto 6.3.1. do Capítulo 6 da Orientação de 31 de Agosto de 2000, os parâmetros de referência do Eurosistema relativamente aos requisitos mínimos para os elevados padrões de crédito (ou seja, o “limite mínimo da qualidade do crédito”) são definidos em termos de uma avaliação de qualidade de crédito mínima na categoria “A” (correspondente na escala da Standard & Poor’s e da Fitch Ratings a um *rating* mínimo de A- e na escala da Moody’s a A3); este nível de *rating* corresponde a uma avaliação de qualidade de crédito de nível 2 na escala de notação harmonizada do Eurosistema. No entanto, o Eurosistema reduziu o referencial mínimo para os activos transaccionáveis e não transaccionáveis, da categoria “A” para a categoria “BBB” (correspondente na escala da Standard & Poor’s e da Fitch Ratings a um *rating* mínimo de BBB- e na escala da Moody’s a Baa3), com excepção dos *asset-backed securities* (ABSs). A redução do referencial permanente do Eurosistema terá estado relacionada com a deterioração do *rating* de médio-longo prazo da Grécia para BBB- (pois que, caso fosse mantido o limiar inicial, os títulos de dívida pública grega detidos pelas instituições financeiras deixariam de ser aceites em operações de política monetária). Assim, em 3 de Maio de 2010, o Conselho de Governadores do BCE decidiu suspender

a aplicação do limiar mínimo de *rating* nos requisitos de elegibilidade do colateral para efeitos das operações de crédito do Eurosistema no caso de instrumentos de dívida transaccionáveis emitidos ou garantidos pelo Governo grego. A suspensão “*will be maintained until further notice*”. Em 31 de Março de 2011, este *waiver* passou a ser aplicada também aos instrumentos de dívida transaccionáveis emitidos ou garantidos pelo Governo irlandês e em 7 de Julho de 2011, o BCE deliberou nos mesmos termos relativamente aos instrumentos de dívida emitidos ou garantidos pelo Governo português – recorde-se que, em 5 de Julho de 2011, a Moody’s havia revisto em baixa o *rating* de longo prazo de Portugal para a categoria de *non-investment grade* (mais precisamente, o *rating* passou de Baa1 para Ba2). Assim, independentemente das notações da Grécia, Irlanda e Portugal, as instituições financeiras que detenham títulos de dívida transaccionáveis emitidos ou garantidos por estes três soberanos poderão utilizá-los como colateral em operações de cedência de liquidez no Eurosistema.

O Eurosistema considera que uma probabilidade de incumprimento (PD) de 0,10% ao longo de um horizonte de um ano é equivalente à notação de crédito “A”, correspondente a uma avaliação de qualidade de crédito de nível 2 (sujeita a revisão regular) e que uma PD de 0,40% ao longo de um horizonte de um ano é equivalente a uma avaliação “BBB” de qualidade de crédito, correspondente ao nível 3 na escala harmonizada do Eurosistema (sujeita a revisão regular).

Daqui resulta que a autoridade de política monetária atribui probabilidades de incumprimento específicas aos níveis de *rating*, algo que se afigura manifestamente em contradição com a prevenção das agências de notação de risco, que é a de que as notações não pretendem reflectir (nem reflectem) uma probabilidade de *default* específica, mas, essencialmente, uma ordenação/gradação da vulnerabilidade relativa de uma entidade incumprir as suas obrigações financeiras. A escala de notação harmonizada do Eurosistema encontra-se publicada, reflectindo o mapeamento entre os níveis de *rating* das ECAIs elegíveis pelo Eurosistema nas operações de política monetária e os graus de qualidade de crédito do Eurosistema (Tabela 8). Este mapeamento é sujeito a revisão periódica.

Tabela 8 – Mapeamento entre os níveis de *rating* das ECAIs elegíveis pelo Eurosistema nas operações de política monetária e os graus de qualidade do crédito do Eurosistema

ECAI credit assessment	Credit quality steps			
	1	2	3	
	Eligible		Temporarily eligible	
Short-term	DBRS	R-1H	R-1M, R-1L	R-2H, R-2M
	FitchRatings	F1+	F1	F2
	Moody's		P-1	P-2
	Standard & Poor's	A-1+	A-1	A-2
Long-term	DBRS	AAA/AAH/AA/AAL	AH/A/AL	BBBH/BBB
	FitchRatings	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-
	Moody's	Aaa/Aa1/Aa2/Aa3	A1/A2/A3	Baa1/Baa2/Baa3
	Standard & Poor's	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-

Fonte: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/assets/risk/ecaf/html/index.en.html>

Ainda relativamente à elegibilidade dos títulos para efeitos das operações de política monetária, refira-se que, de acordo com as novas regras aplicáveis a partir de 1 de Março de 2011, todos os instrumentos de dívida titularizada, independentemente da respectiva data de emissão, devem ter pelo menos duas avaliações de crédito de uma instituição externa de avaliação de crédito aceite (IEAC) e cumprir a regra da “segunda melhor avaliação de crédito” para que os referidos instrumentos se mantenham elegíveis (o que significa que não só a melhor mas também a segunda melhor avaliação de crédito atribuída por uma IEAC tem de obedecer ao limite mínimo de qualidade de crédito para os instrumentos de dívida titularizada) – para mais detalhe sobre estas regras consulte-se no Anexo a secção 10.2.

5.3.2 Medidas de controlo de risco

Para proteger o Eurosistema contra o risco de perdas financeiras se os activos de garantia tiverem de ser realizados devido a incumprimento da instituição participante, são adoptadas, nas operações de cedência de liquidez, medidas de controlo de risco que assentam num mecanismo de margens. Estas margens, ou *haircuts*, consistem na dedução de uma determinada percentagem ao valor de mercado do activo subjacente e variam de acordo com (i) o *rating* desses activos, a (ii) categoria do activo (de I a V) e (iii) a maturidade residual. As margens de avaliação aplicadas aos activos de cupão zero ou de taxa fixa, incluídos na classe de activos elegíveis transaccionáveis podem ser consultadas no Anexo (Tabela A7). Para além da questão da dependência dos *ratings*

para a elegibilidade de activos em operação de política monetária, a situação de liquidez das instituições financeiras é também afectada pelo nível do *haircut* aplicado a esses activos, crescente com o risco do activo dado em colateral. Em particular, atendendo a que uma grande parte da dívida emitida pelos Estados é habitualmente detida pelas instituições financeiras do próprio país³³, tal significa que deteriorações nos *ratings* do soberano implicam reduções do montante descontável desses activos (classificados na Categoria I de activos elegíveis transaccionáveis no Eurosistema).

6. DEPENDÊNCIA DOS *RATINGS* EM CONTRATOS DO SECTOR PRIVADO

Os *ratings* são utilizados em inúmeros contratos privados como referencial de investimento, designadamente na área da gestão de fundos de investimento que utilizam as notações de risco para efeitos do cumprimento de requisitos contratuais de selecção de investimentos com determinados níveis mínimos de qualidade de crédito.

A utilização de *ratings* enquanto vector central de políticas de investimento no âmbito de contratos privados, poderá decorrer de inúmeros factores de natureza prática; desde logo, porque as notações de risco constituem:

- (i) Informação objectiva: para efeitos da comercialização do fundo de investimento, a descrição das características do fundo com base nos níveis de *rating* mínimo de investimento em activos poderá ajudar a esclarecer os investidores quanto às especificidades do fundo e a sua adequação ao grau de tolerância ao risco do investidor. De facto, conforme se aludiu anteriormente, uma das vantagens dos *ratings* é a de que a escala de notações permite estabelecer uma ordenação (*rank ordering*) do nível de risco de crédito entre um conjunto de entidades ou activos, com base num mecanismo de combinação alfa numérico;
- (ii) Informação facilmente verificável e comparável por parte dos investidores para efeitos de verificação do cumprimento das políticas de investimento do fundo;
- (iii) Avaliação da *performance* relativa dos fundos: a *performance* dos fundos (e, por conseguinte, a *performance* dos gestores) é muitas vezes avaliada por comparação com a *performance* de índices de mercado, os quais são geralmente construídos com base nos *ratings*.

Será porventura mais fácil compreender as referências a *ratings* presentes na política de investimento de fundos de investimento se se atentar num exemplo concreto de um

³³ Blundell e Slovik (2010: 7-8).

prospecto de um fundo de investimento mobiliário gerido por uma instituição financeira portuguesa, que descreve a política de investimento do património desse fundo nos seguintes termos: “Na selecção de investimentos em títulos de dívida de emitentes privados, a entidade gestora apenas incluirá os emitentes cujo *rating* seja igual ou superior a BBB- da S&P, ou com uma notação equivalente fornecida por outras agências de *rating* reconhecidas, ou por instituições financeiras. A notação de *rating* acima indicada é respeitante ao emitente, à emissão ou ao activo subjacente da emissão objecto de investimento. [...]. O fundo poderá ainda investir em títulos de dívida pública ou de emitentes privados com *rating* inferior ao definido no número anterior, até um máximo de 10% do seu valor líquido global”³⁴.

Os *ratings* são também utilizados como *triggers* em operações de financiamento. A situação mais comum é a inclusão nos contratos de financiamento de uma cláusula de reembolso antecipado do empréstimo caso a instituição financiada seja objecto de deterioração do seu nível de *rating* ao ponto de passar para um nível de *rating* inferior a BBB- (o equivalente a Baa3 na escala da Moody’s), ou seja, deixe de pertencer à denominada categoria de *investment grade*. A activação deste tipo de cláusulas pressupõe que o perfil de risco de crédito da instituição se agravou e que, por conseguinte, diminuiu a sua capacidade para fazer face às suas responsabilidades atempadamente. Ora, a activação desses reembolsos antecipados poderá, pela sua dimensão e efeito de contágio, comprometer a capacidade da entidade de honrar esses compromissos e assim precipitar a ocorrência de efeitos (disproporcionais) em cadeia que poderão levar inclusivamente à insolvência da entidade (“cliff effects”).

7. O PROBLEMA DA QUALIDADE DOS RATINGS E DA DEPENDÊNCIA FACE AOS RATINGS: PROPOSTAS DE SOLUÇÃO

7.1 Iniciativas próprias das agências

Na sequência de crises financeiras, as agências de notação externa efectuam, em regra, revisões das metodologias que utilizam, as quais, por sua vez, podem conduzir a novos *downgrades* e ao adensar da crise³⁵. Trata-se de um movimento reactivo e cíclico, que sugere que, perante evidentes falhas na sua actuação, as agências procuram justificar tais resultados com alterações metodológicas, assim dando a imagem de incorporação nas suas metodologias de novas “variáveis” que passaram a estar presentes nas (novas)

³⁴ https://www.bancobest.pt/ptg/BESTSite/best_docs/PC_ES_PPR.pdf.

³⁵ Sy (2009: 1-8).

dinâmicas dos mercados e que, de algum modo, fazem parte de um novo paradigma do funcionamento destes perante determinados eventos que, entretanto, ocorreram (e que, até à data, vinham sendo considerados pouco relevantes).

Assim, no contexto da crise asiática, as agências consideraram necessário atribuir mais relevo aos desequilíbrios dos balanços dos países, à robustez dos respectivos sistemas bancário e empresarial, bem como aos riscos associados ao peso do endividamento de curto prazo e às vulnerabilidades e efeitos de contágio perante uma eventual crise de liquidez³⁶. Já no contexto da crise financeira iniciada em 2007, perante as evidentes falhas das agências no que respeita à avaliação de produtos estruturados, tais agências encetaram diversas iniciativas no sentido de corrigirem fragilidades e reformularem as metodologias de análise desses produtos complexos (como, por exemplo, *residential mortgage-backed securities* ou RMBS, *collateralized debt obligations* ou CDOs). A experiência da recente crise veio revelar um risco que, de algum modo, vinha sendo ignorado pelos mercados financeiros: o risco de liquidez, que parece ter alguma relação com a mecânica dos *ratings*. É o que Sy (2009: 13) refere a respeito da massiva onda de *downgrades* de produtos financeiros estruturados e de *Structured Investment Vehicles* (ou SIVs) que culminaram na secagem de liquidez em diversos mercados.

Com o escalar da crise para uma crise de dívida soberana, outras áreas foram objecto de reformulações. Por exemplo, em 26 de Novembro de 2010, a Standard & Poor's colocou em consulta pública uma proposta de revisão da metodologia de atribuição de *ratings* a Estados intitulada "Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions" conforme já referimos antes. O objectivo centrou-se na sistematização dos critérios e metodologia de análise, numa tentativa de tornar mais transparente a forma como são atribuídas as notações a Estados. Adicionalmente, a mesma agência efectuou revisões nas metodologias de atribuição de *ratings* noutras áreas; título de exemplo, refira-se os refinamentos introduzidos na metodologia de avaliação da adequação de capital (ao risco) das instituições financeiras, com a publicação do relatório "Bank Capital Methodology And Assumptions", em 6 de Dezembro de 2010, a publicação do relatório "Stand-Alone Credit Profiles: One Component Of A Rating", em 1 de Outubro de 2010 (aqui se esclarecendo que a notação intermédia atribuída a um emitente numa base individual – ou seja, não considerando potenciais apoios a conceder por outras entidades em situações de pressão financeira do emitente – constitui apenas

³⁶ Sy (2009: 5).

uma componente do *rating* final do emitente). Refira-se, ainda, a revisão da metodologia de atribuição de notações a determinados tipos de emissões, tais como os programas de obrigações hipotecárias, com a publicação, pela Standard & Poor's, em 16 Dezembro de 2009, do relatório “Revised Methodology And Assumptions For Assessing Asset-Liability Mismatch Risk In Covered Bonds” (no qual é estabelecida uma maior ligação entre o *rating* do emitente e o *rating* do programa), parcialmente actualizado pelo relatório “Criteria For Rating Swedish Covered Bonds”, publicado em 11 de Junho de 2010. A Moody's por sua vez, publicou o relatório “Revisions to Moody's Hybrid Tool Kit”, na sequência da *performance* (quanto à absorção de perdas) de determinados tipos de dívida no contexto da crise, sobretudo de certas classes de dívida emitidas por instituições financeiras.

As iniciativas das agências de *rating* a que se fez referência consubstanciam mecanismos de auto-regulação. Mas com o desencadear da crise financeira em 2007/2008 e a responsabilidade imputada às agências pelo adensar da instabilidade no funcionamento dos mercados financeiros (com impacto na confiança dos investidores e dos consumidores), e em particular, pela evolução da denominada “crise da dívida soberana” europeia, os decisores políticos começaram a considerar imprescindível adoptar medidas para regulação directa das agências, concluindo-se que o mecanismo de auto-regulação que tinha existido até à data, também assente nos princípios vertidos no Código IOSCO, não era suficiente para solucionar as fragilidades presentes na actividade das agências. A algumas dessas medidas se fará de seguida menção.

7.2 Iniciativas de âmbito mundial

A Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*) aprovou, em Dezembro de 2004, um *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (Código IOSCO), visando, nessa altura, a incorporação deste pelas agências de notação de risco nos seus próprios códigos de conduta, para, desse modo, salvaguardar a integridade do processo de notação e proteger o investidor; o Código seria revisto em 2008 sendo que, de acordo com uma pesquisa dirigida pela IOSCO em 2009, muitas das agências de todo o mundo não haviam implementado estes princípios.

Na cimeira de Washington do Grupo dos Vinte (G-20), de Novembro de 2008, foi acordada a realização de uma supervisão mais vasta das agências de notação de risco, de harmonia com as regras internacionais. E, na cimeira de Toronto do G-20, de Junho de

2010, foi estabelecido, entre o mais, o compromisso tendente a “[...] *accelerate the implementation of strong measures to improve transparency and regulatory oversight of hedge funds, credit rating agencies and over-the-counter derivatives in an internationally consistent and non-discriminatory way*”, e “*reduce reliance on external ratings in rules and regulations*”. O Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board* – FSB), que sucedeu, em 2009, ao *Financial Stability Forum*, estabeleceu, em 27 de Outubro de 2010, “Principles for reducing reliance on CRA ratings”, princípios estes visando substituir as referências a *rating* presentes na regulação e legislação europeias por medidas alternativas de aferição do risco de crédito e incentivar a realização das próprias análises de risco por parte dos agentes de mercado – estes princípios foram endossados na cimeira do G-20, em Novembro de 2010.

7.3 Iniciativas de âmbito europeu

7.3.1 O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e a sua recente alteração pelo Regulamento (UE) n.º 513/2011

7.3.1.1 As inovações do Regulamento (CE) n.º 1060/2009

Antes do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, o enquadramento legislativo europeu das agências de notação de risco externas assentava essencialmente em três Directivas relacionadas com o denominado *Financial Services Action Plan* (ou “FSAP”) da Comissão Europeia, que foi necessário transpor para os direitos nacionais³⁷: (i) a Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado), também conhecida como *Market Abuse Directive*, que aborda a manipulação de mercado e promove a transparência no mercado; (ii) a Directiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, já atrás referenciada, que estabelece os critérios de reconhecimento das agências de notação externa como *External Credit Assessment Institutions* (ECAI) para efeitos do cálculo dos requisitos de fundos próprios das instituições financeiras que apliquem o método Padrão; e (iii) a Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros, também conhecida como *Markets in Financial Instruments Directive*, que se aplica às agências que realizem serviços de investimento para além dos serviços habituais de atribuição de notações de risco.

³⁷ Sobre tal enquadramento, emergente das três Directivas, Santos (2011: 142-146) .

Em 17 de Novembro de 2009 foi publicado no Jornal Oficial da União Europeia o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, que entrou em vigor a 7 de Dezembro de 2010. Conforme adiante se concretizará, o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 constitui uma tentativa dos reguladores comunitários de “[d]efinição de um enquadramento regulamentar comum que promova a melhoria da qualidade das notações de risco e, em particular [...] das [...] que serão utilizadas por instituições financeiras [...]”. Ora o problema da qualidade das notações de risco prende-se com a questão do alegado fracasso das agências de notação de risco na identificação da deterioração das condições de funcionamento dos mercados de valores mobiliários e da banca e no ajustamento atempado das suas notações à crise entretanto instalada, pelo que, consideram os reguladores comunitários, que a melhor forma de corrigir essa falha passa por aplicar medidas relativas aos conflitos de interesses, à qualidade das notações de risco, à transparência e governação interna das agências e à supervisão das suas actividades - questão a que, aliás, se alude no considerando 10 do Regulamento (CE) n.º 1060/2009. Assim, em síntese, o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, na sua versão original, veio determinar o seguinte:

- a) A sua aplicabilidade às notações de risco emitidas por agências de notação de risco registadas na Comunidade e divulgadas publicamente ou fornecidas por assinatura (art. 2º, n.º 1);
- b) Necessidade de as agências de notação de risco requererem o registo nos termos do Regulamento, caso pretendam ser reconhecidas como instituições externas de avaliação de crédito (ECAI) (art. 2º, n.º 3);
- c) Para que esse registo seja concedido, é necessário que a sociedade esteja estabelecida no território da União Europeia, o que significa que uma sociedade estrangeira deve estabelecer uma filial no território da União Europeia para poder ser registada (art. 4º, n.º 1) – de notar que este requisito de presença física na Comunidade visou responder à preocupação de que a falta desse estabelecimento comprometesse a supervisão eficaz da actividade das agências, tal como se refere no considerando 14 do Regulamento;
- d) Obrigatoriedade, em regra, do uso de notações de risco emitidas por agências de *rating* estabelecidas na Comunidade e registadas nos termos do Regulamento, quando se utilizem notações de risco para fins regulamentares (art. 4º, n.º 1);

- e) Sujeição das agências a vários deveres, nomeadamente de prevenção de conflitos de interesses entre a agência e a entidade objecto de notação, de independência de actuação das agências, de divulgação pública das metodologias usadas, ou de uso de metodologias rigorosas (arts. 6º a 13º), tendo em vista melhorar a qualidade das notações e a confiança dos agentes financeiros nas notações;
- f) Instituição de um registo das agências de notação de risco estabelecidas na Comunidade, eficaz em todo o território comunitário, que é concedido pela autoridade competente do Estado-membro no qual a agência tem a sua sede social (mas precedendo pedido de registo junto do Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários, ou seja, do *Committee of European Securities Regulators (CESR)*, aconselhamento deste Comité e análise por parte das autoridades competentes dos outros Estados-membros) (arts. 14º a 20º);
- g) Atribuição às autoridades competentes dos Estados-membros de poderes de supervisão – nomeadamente de cancelamento do registo, de proibição temporária de emissão de notações ou de suspensão da utilização de notações – em relação às agências de notação de risco e de poderes de investigação em relação às agências de notação de risco e a pessoas a estas ligadas ou às actividades de notação de risco (artigos 23º a 25º).

7.3.1.2 O registo das agências *rating* nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e o seu reconhecimento como ECAI

O registo das agências de notação de risco nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 não substituiu o reconhecimento destas mesmas agências como instituições externas de avaliação de crédito (*External Credit Assessment Institutions* ou, abreviadamente, ECAI), previsto no artigo 81º da já mencionada Directiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu exercício (também conhecida, em conjunto com a Directiva 2006/49/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, como a *Capital Requirements Directive* ou, abreviadamente, CRD) e, bem assim, nas *Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions* do anterior *Committee of European Banking Supervisor (CEBS)* e actual *European Banking Authority (EBA)*.

Apesar de a figura do reconhecimento como ECAI não ter sido eliminada com a introdução do registo nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, verifica-se que, segundo o artigo 2º, n.º 3, deste mesmo Regulamento, para serem reconhecidas como ECAI, as agências de notação de risco devem requerer o registo nos termos do Regulamento, a menos que se limitem à emissão de certas notações de risco aí previstas, como por exemplo a classificação de créditos (i.e. *credit scores*, caso em que nem sequer podem requerer o registo nos termos do Regulamento, como decorre do seu artigo 2º, n.º 2, alínea b)): requerimento que, quanto às agências de notação de risco existentes à data da entrada em vigor do Regulamento, foi obrigatoriamente apresentado até 7 de Setembro de 2010 (cfr. o artigo 40º, 2º parágrafo deste diploma). O reconhecimento como ECAI é quase automático, quando a agência de notação de risco esteja registada nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009: é o que decorre do artigo 81º, n.º 2, da já referida Directiva 2006/48/CE, na redacção emergente da Directiva 2009/111/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, uma vez que este preceito determina que, quando aquele registo tenha sido concedido, “as autoridades competentes devem considerar como cumpridos os requisitos de objectividade, independência, actualização permanente e transparência relativamente à sua metodologia de avaliação”, necessários para o reconhecimento de uma ECAI como elegível para efeitos do cálculo dos montantes das posições ponderadas pelo risco de instituições de crédito (os restantes dois critérios ficam, assim, sujeitos à apreciação da entidade competente para o reconhecimento, que também procede ao mapeamento entre as notações de risco das agências e os graus de qualidade do crédito previstos na CRD).

Em suma, para além da sujeição ao registo nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, há ainda a considerar a sujeição das agências ao processo de reconhecimento como ECAI - no direito português o Banco de Portugal é a entidade de supervisão competente para realizar ou não tal reconhecimento, a quem compete também a realização do já referido mapeamento. Em Anexo, na Tabela A4, constam as agências de *rating* actualmente reconhecidas como ECAI em vários Estados Membros.

De notar, porém, uma importante alteração que se encontra prevista na quarta proposta de revisão da Directiva 2006/46/CE e que tem que ver com a eliminação da figura do reconhecimento de ECAI, porquanto se encontra vertida a possibilidade de as agências de *rating* registadas nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 passarem, automaticamente, a ser aceites, pela EBA, para efeitos de cálculo dos requisitos de

capitais das instituições de crédito - a essa Autoridade europeia caberá também a realização do mapeamento. É o que se deduz do artigo 130º, parágrafo 2, do documento “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms - PART I”, de 20 de Julho 2011: “Eligible ECAs are all credit rating agencies that have been registered or certified in accordance with Regulation (EC) No 1060/2009 and central banks issuing credit ratings which are exempt from Regulation (EC) No 1060/2009”. Ao que julgamos, esta alteração poderá constituir um passo importante no processo de diminuição do risco da dependência excessiva dos agentes face aos *ratings*, porquanto a existência de um processo de certificação, ainda para mais quando realizado por autoridades de supervisão, consubstancia como que a atribuição de uma garantia de qualidade das notações de *rating* produzidas pelas agências, motivando assim uma atitude acrítica do investidor ou, conforme alude o Regulamento no considerando 10, uma confiança cega nessas notações.

7.3.1.3 As recentes alterações ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009: o registo junto da ESMA e a supervisão das agências de notação de risco pela ESMA

O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 foi objecto de uma proposta de alteração da Comissão Europeia, apresentada em 2 de Junho de 2010 e motivada pela concomitante proposta de Regulamento da Comissão destinada a instituir uma Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (*European Securities and Market Authority – ESMA*), que, juntamente com a Autoridade Bancária Europeia (*European Banking Authority – EBA*) e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*), viria a integrar a nova estrutura de supervisão micro-prudencial a nível europeu. A instituição da ESMA constituiria, na óptica da Comissão expressa nessa proposta de 2 de Junho de 2010, “o enquadramento adequado” para conferir, a essa mesma Autoridade, “os poderes necessários para o desempenho das funções de registo e supervisão de agências de notação de risco”, aqui incluída a possibilidade de essa Autoridade para adoptar medidas de supervisão quando as agências de *rating* infringissem o mesmo Regulamento (por exemplo, proibição temporária de emissão de notações, suspensão da utilização de notações ou cancelamento do registo da agência).

Assim, já depois da criação da ESMA - através do Regulamento (UE) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 -, foi alterado o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 através do Regulamento (UE) n.º 513/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Maio de 2011 e que entrou em vigor em 1 de Junho de 2011. Em síntese, as inovações deste último Regulamento, são as seguintes:

- Atribuição à ESMA de competência exclusiva e de responsabilidade quanto ao registo de agências de notação de risco na União Europeia (considerandos 5 e 6 do Regulamento (UE) n.º 513/2011 e nova redacção dos arts. 14º, n.º 2 e 15º a 20º do Regulamento (CE) n.º 1060/2009);
- Atribuição à ESMA de competência exclusiva e de responsabilidade quanto à supervisão contínua (*ongoing supervision*) das agências de notação de risco registadas (considerandos 5 e 6 do Regulamento (UE) n.º 513/2011 e nova redacção dos arts. 21º e seguintes do Regulamento (CE) n.º 1060/2009);
- Manutenção da competência das autoridades nacionais sectoriais para a supervisão dos utilizadores das notações de risco (considerando 9 do Regulamento (UE) n.º 513/2011);
- Atribuição à ESMA do poder de pedir informações às agências de notação de risco e a um número muito alargado de outras pessoas, relacionadas com aquelas agências ou com as actividades de notação de risco, bem como de conduzir investigações e inspecções envolvendo todas estas entidades (considerando 13 do Regulamento (UE) n.º 513/2011 e nova redacção dos arts. 23a a 23e do Regulamento (CE) n.º 1060/2009);
- Atribuição à ESMA do poder de aplicar multas às agências, segundo critérios pré-definidos, em caso de infracção ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009 (considerando 18 do Regulamento (UE) n.º 513/2011 e nova redacção do art. 36a do Regulamento (CE) n.º 1060/2009);
- Atribuição à ESMA do poder de impor diversas medidas de supervisão em relação às agências, em caso de infracção ao Regulamento, entre as quais se conta a possibilidade de cancelamento do registo (considerando 25 do Regulamento (UE) n.º 513/2011 e nova redacção dos arts. 24º e 25º do Regulamento (CE) n.º 1060/2009).

Assim, a supervisão centralizada, por parte da ESMA, permitiria a existência de um ponto de contacto único para as agências de *rating* registadas, ganhos de eficiência em virtude da aceleração e simplificação dos processos de registo e de supervisão, bem

como uma aplicação mais coerente das regras aplicáveis às agências. De notar que a supervisão das agências de *rating* configura o primeiro caso em que uma autoridade de supervisão europeia (no caso a ESMA) exerce poderes, com alcance comunitário, sobre certas entidades, sendo expectável que o diploma possa vir a constituir uma espécie de *benchmark* para outras situações semelhantes.

7.3.2 Balanço do Regulamento (CE) n.º 1060/2009

Mas apesar dos ambiciosos objectivos subjacentes ao Regulamento – e, em particular, apesar da revisão recentemente efectuada com vista ao reforço e centralização da supervisão das agências de notação de risco registadas na União Europeia através de uma Autoridade de Supervisão Europeia –, a crise da dívida soberana veio revelar que existem vários problemas relacionados com a actividade desenvolvida pelas agências de notação de risco e com a utilização dos *ratings* que não foram resolvidos pelo Regulamento e que necessitam de ser reexaminados, designadamente:

- (i) Excessiva dependência dos agentes de mercado face aos *ratings* e relação entre essa dependência e as referências aos *ratings* presentes na legislação europeia;
- (ii) Reduzida concorrência no sector das agências de notação de risco;
- (iii) Responsabilidade civil das agências de notação de risco;
- (iv) Potenciais conflitos de interesses decorrentes do modelo de remuneração das agências de notação de risco, abandonando eventualmente o *issuer-pays model* e regressando ao *subscriber-pays model*³⁸; e
- (v) Especificidades associadas aos *ratings* de dívida soberana.

No que ao primeiro aspecto diz respeito, e como salienta Coskun (2009: 260), a existência de um sistema de registo das agências de notação de risco, tal como se encontra consagrado no Regulamento (CE) n.º 1060/2009, tem a vantagem de, diversamente do que sucede com o sistema de reconhecimento, não induzir os investidores a interpretar o reconhecimento como uma aprovação oficial das notações emitidas pelas agências e, conseqüentemente, a modelar o comportamento das empresas em ordem a obter, a todo o custo, uma notação de crédito favorável.

³⁸ Como informa Coskun (2009: 253), nos anos 70 as três maiores agências de *rating* mudaram o seu modelo de remuneração, passando do *subscriber-pay model* para o *issuer-pay model* (pois que aos investidores se tornara fácil fazer cópias dos manuais publicados pelas agências e, bem assim, os emitentes passaram a ter maior interesse em obter um *investment grade rating* de uma NRSRO, que funcionava como uma licença para fins de supervisão), do que resultou que os investidores deixaram de adquirir manuais e/ou *ratings* às agências e que a empresa emitente dos títulos passou a ter de pagar pelas notações produzidas pelas agências.

No que ao segundo aspecto diz respeito, refira-se que o panorama actual do sector das agências de notação de risco caracteriza-se pela existência de diversas agências de pequena dimensão, especializadas em certas empresas (por exemplo, PME's), segmentos dos mercados financeiros (por exemplo, *municipal bonds*) e regiões (por exemplo, empresas italianas), mas que representam uma ínfima parcela do sector. Com efeito, existem cerca de 75 agências a nível mundial (veja-se a lista em Anexo, Tabela A8), mas o mercado é dominado por apenas 3 centenárias agências (Fitch Ratings, Moody's e Standard & Poor's), que, em conjunto, detêm uma quota de cerca de 95% na União Europeia³⁹. Apenas estas três agências desenvolvem uma actividade efectivamente global, tanto em termos de produtos como em termos de cobertura geográfica, e no que respeita aos *ratings* de dívida soberana, para além da vasta experiência que nesse domínio possuem, é significativo o peso destas agências quanto ao número de notações atribuídas: por exemplo, em 30 de Julho de 2010 a Standard & Poor's tinha *ratings* atribuídos a 125 soberanos, a Moody's a 110 e a Fitch Ratings a 107 (Gráfico A5 em Anexo). De notar que para além destas três agências, também a Dominion Bond Ratings Service (DBRS), Capital Intelligence Limited e Japan Credit Rating Agency Ltd. atribuem *ratings* a Estados.

A estrutura do mercado das agências de notação de risco e a inerente reduzida concorrência entre as empresas do sector tem vindo a ser apontada como factor de limitação da qualidade das notações de risco, pois que a existência de um mercado natural assegurado (por via, por exemplo, da dependência da legislação e da regulamentação face aos *ratings*) desincentiva a procura de ganhos de reputação através da prestação de serviços de qualidade acrescida. A este respeito, Partnoy (2009: 4; 13-16) sugere que, para que as agências de *rating* retomem a sua função original de “*information intermediaries*” (por oposição ao seu actual papel de fornecedores de *regulatory licenses*), as mesmas estejam expostas ao risco de perda do seu *reputational capital*, caso as notações que atribuam sejam falsas ou deficientes. Só assim as agências de *rating* poderão ser entendidas pelos utilizadores das suas notações como prestadoras de um serviço de informação credível e independente. Por outro lado, acrescenta o Autor, uma supervisão mais forte das agências e a obrigação de estas prestarem contas

³⁹ Para maior detalhe quanto às quotas de mercado de cada uma das três principais agências de *rating*, veja-se a Tabela A7 em Anexo.

em relação à actividade que desenvolvem – e por conseguinte, a sua sujeição a responsabilidade civil – seriam essenciais para alcançar o referido objectivo⁴⁰.

A reduzida concorrência no sector das agências de notação de risco, na medida em que se reflecte na qualidade das notações, prende-se também com o último dos problemas (não resolvido pelo Regulamento (CE) n.º 1060/2009) que assinalámos: o das especificidades associadas aos *ratings* de dívida soberana. A este propósito, tem-se observado que as especificidades inerentes a certos tipos de notações de risco, nomeadamente as relativas a soberanos, não têm sido muito adequadamente analisadas pelas agências nem tão pouco parecem estas ter tomado em devida consideração o *timing* (por vezes imediatamente antes de leilões de dívida pública e antes do fecho dos mercados) e o impacto severo nas economias (na sua prosperidade) decorrente de *downgrades* de *ratings* de soberanos. Por outro lado, a fundamentação apresentada pelas agências aquando das alterações de notações nem sempre é transparentes e objectiva.

A crise da dívida soberana, mais evidente a partir de Maio de 2010, veio, na verdade, reacender as críticas relativamente ao papel das agências de notação de risco no escalar da crise e, por conseguinte, questionar em que medida o enquadramento regulamentar da União Europeia para estas agências necessita de ser fortalecido, de modo a assegurar uma maior transparência e elevada qualidade dos *ratings* de dívida soberana. A consciência de que o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, na sua versão inicial, deixara muitos problemas por resolver, transparece, aliás, de uma comunicação de 2 de Junho de 2010 da própria Comissão Europeia. Nesta comunicação, intitulada “Regulating Financial Services for Sustainable Growth”, refere-se nomeadamente o seguinte: “A first Regulation on Credit Rating Agencies (CRAs) was adopted in 2009 in order to respond to major weaknesses in the activities of credit rating agencies. Both regulators and credit rating agencies are preparing for implementation of these rules by 7 September 2010. The Regulation has introduced mandatory registration for all credit rating agencies operating in the EU and put in place a number of rigorous requirements to ensure that proper oversight and regulatory standards apply, diminishing conflicts of interest. There is an emerging view in Europe and internationally that the deficiencies in the current rating processes, as exposed by the crisis, have not yet been sufficiently

⁴⁰ O aspecto relativo ao *reputational capital* é igualmente assinalado por Bergevin (2010: 1); quanto à reduzida concorrência no sector das agências de notação de risco, este mesmo Autor assinala (*idem*, págs. 2 e 4) que a existência de elevadas barreiras nesse domínio prende-se com o mecanismo de reconhecimento das agências estabelecido pelos reguladores para efeitos prudenciais, que dificulta a aceitação pelo mercado de agências que não tenham sido reconhecidas.

addressed. The lack of competition in the rating industry is a particular concern. Without favouring any particular option at this stage, the Commission is examining structural solutions including the need for an independent European credit rating agency or stronger involvement of independent public entities in the issuing of ratings. Specific attention is needed with regard to sovereign debt so as to ensure that the methods used are appropriate. The lack of due diligence by banks and other financial institutions and the lack of alternative "benchmarks" in order to assess investment reliability also merit particular attention. The current regulatory structure in which credit ratings are embedded in financial regulation needs thorough review”.

No que se refere ao terceiro aspecto – o da responsabilidade civil das agências –, é de mencionar que a concepção segundo a qual as agências de notação de risco, porque apenas emitem opiniões (argumentam as agências), não podem ser responsabilizadas, tem vindo a ser cada vez mais questionada, pois que a existência de notação de risco não pode ser desconsiderada, revelando-se mesmo, em inúmeros casos, de grande utilidade (como vimos anteriormente, nas secções 3.1 e 3.2.1) na tomada de decisões de investimento por parte dos investidores.

No que ao quarto problema – o do modelo de remuneração das agências – diz respeito, refira-se que, em ordem a atenuar a inflação das notações de risco (especialmente sentida no período que decorreu entre Janeiro de 2007 e Dezembro de 2008, em que as agências de notação de risco procederam a fortes e generalizadas revisões em baixa das notações de produtos financeiros estruturados, assim indiciando que as anteriores notações haviam subestimado bastante o risco de tais títulos), propõem certos Autores, como política de regulação, que as agências passem a ser pagas pelos investidores e não, como actualmente sucede, pelos emitentes dos títulos objecto de notação.

7.3.3 A consulta pública da Comissão Europeia sobre as agências de *rating* e a subsequente proposta de (nova) alteração ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009

A Comissão Europeia realizou uma consulta pública sobre as agências de notação de risco, entre 5 de Novembro de 2010 e 7 de Janeiro de 2011. No documento da Comissão submetido a consulta pública e que incidiu sobre os cinco temas referidos no ponto anterior – reconhecidamente não disciplinados no Regulamento (CE) n.º 1060/2009, mas aptos a serem tratados em futuras iniciativas destinadas a fortalecer o quadro regulatório comunitário das agências de notação de risco (por isso importando recolher

a sensibilidade dos agentes do mercado, reguladores e outros interessados) – apresentava várias opções para solucionar os problemas identificados. O *feedback* obtido nessa consulta pública, foi incorporado pela Comissão Europeia nas propostas apresentadas em 15 de Novembro de 2011, que compreendem uma proposta de Regulamento que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e uma Directiva que altera a Directiva 2009/65/CE (que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM)) e a Directiva 2011/61/EU (relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos) no que diz respeito à dependência excessiva face aos *ratings*. Em concreto, no que diz respeito ao problema do risco de excessiva dependência face aos *ratings*, a Comissão manifestou no referido documento submetido a consulta pública, a sua intenção de explorar alternativas destinadas a reduzir essa dependência, induzida, em parte, pelas constantes referências a *ratings* externos na regulamentação europeia. No entanto, à Comissão não parecia verosímil uma completa abolição dessas referências, por ausência de alternativa de medição do risco de crédito, além de que importaria acautelar os significativos impactos negativos decorrentes de uma eventual substituição integral dos *ratings* por outro instrumento de medição: v.g. volatilidade e ocorrência de eventos de *forced selling*, resultantes, por exemplo, da dependência exclusiva de indicadores/preços de mercado para aferir o risco. Na perspectiva da Comissão, seria talvez mais adequada uma abordagem baseada na utilização de um conjunto de indicadores para medição do risco, sendo os *ratings* apenas um desses indicadores. Para além das referências na regulamentação, outra das razões identificadas para a *over-reliance* nas notações externas, tem origem nos próprios instrumentos contratuais de gestão de activos, os quais limitam os investimentos em activos a um determinado *rating* mínimo: ora a ocorrência de *downgrades* poderá precipitar vendas massivas de activos no mercado, com impacto na estabilidade financeira. Neste contexto, a Comissão defende que, no quadro da respectiva gestão interna do risco, as instituições deverão realizar a sua própria análise (*due diligence*) relativamente aos investimentos/transacções que pretendem efectuar. Tais análises internas deverão ser igualmente extensíveis a *ratings* de soberanos. Não obstante, dadas as especificidades que envolvem esta categoria de *ratings* (por exemplo, as agências de notação de risco tipicamente mantêm interacções com autoridades governamentais cujo *feedback* é relevante na atribuição dos *ratings*, contactos esses que não estarão ao alcance de todas as instituições financeiras), importa assegurar o tratamento equitativo das instituições,

consoante a sua dimensão e, por conseguinte, a viabilidade para disporem de sistemas internos de *due diligence* para aferição do risco soberano e produção de análises de risco de crédito⁴¹. Assim, com vista a diminuir os impactos “cliff effects” nos mercados assegurando para isso que as instituições financeiras não se guiam cega e exclusivamente pelas notações de risco nas suas decisões de investimento, a Comissão propõe nos projectos de Regulamento e Directiva as seguintes alterações quanto à utilização das notações de risco:

- Imposição da obrigação de determinadas instituições financeiras procederem às suas próprias avaliações do risco de crédito dos activos (cfr. o novo artigo 5.º-A introduzido pela proposta de Regulamento e a alteração ao artigo 15.º prevista do projecto de Directiva);
- Diminuição do número de referências às notações externas na legislação no domínio dos serviços financeiros; em particular, a ESMA, EBA e EIOPA deverão rever e suprimir, até 31 de Dezembro de 2013, todas as referências a notações de risco contidas nas suas actuais orientações e regulamentações (cfr. o novo artigo 5.º-B da proposta de Regulamento);
- Os emitentes (ou entidades cedentes ou *sponsors*) deverão divulgar continuamente informações específicas sobre os activos subjacentes a produtos financeiros estruturados, necessárias para que os investidores realizem a sua própria análise de risco de crédito (cfr. o novo artigo 8.º-A da proposta de Regulamento).

No que ao tema dos *ratings* de dívida soberana diz respeito, é discutida no documento de consulta da Comissão a necessidade de melhoramento da transparência e de *disclosure* das metodologias de atribuição destes *ratings* por parte das agências. Conforme tem sido demonstrado, as alterações nos *ratings* e *outlooks* da dívida de soberanos têm exercido um impacto significativo na estabilidade financeira. Por conseguinte, defende-se que uma maior transparência da metodologia permitirá aos participantes no mercado incorporar essa informação na sua avaliação e no preço dos activos⁴². Reconhecendo a relevância dos *ratings* de Estados e os riscos de contágio

⁴¹ Tendo em vista a diminuição da dependência cega do mercado face aos *ratings*, Bergevin (2010: 4) sugere aos reguladores que encorajam as instituições mais sofisticadas a utilizar modelos internos para medição do risco de crédito (os denominados métodos IRB para efeitos de cálculo da adequação dos níveis de capital).

⁴² A necessidade de uma maior transparência nas metodologias, em geral, e não apenas na dos *ratings* dos soberanos, por parte das agências, é uma das propostas de Partnoy (2009: 11) no contexto de um conjunto mais amplo de recomendações para melhorar a supervisão das agências de *rating* nos Estados Unidos (as *NRSROs*) e aumentar a qualidade das notações produzidas. Refere o Autor, a tal propósito, que o processo de atribuição de notações de risco deve ser mais transparente, permitindo aos investidores compreender a

relacionados e bem como a evidente falha na omissão da sua disciplina nas versões anteriores do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, a Comissão introduz na nova proposta de Regulamento um capítulo destinado especificamente aos *ratings* de Estados e reforça as normas tendentes a melhorar a qualidade destas notações, destacando-se em particular as seguintes alterações:

- Atribuição às agências de notação de risco da obrigação de procederem a uma revisão mais frequente dos *ratings* de soberanos; semestralmente (cfr. novo segundo parágrafo do artigo 8.º);
- Atribuição às agências de *rating* de especiais cuidados relativamente à apresentação de *ratings* soberanos (cfr. nova Parte III que é aditada ao Anexo I, Secção D do Regulamento (CE) n.º 1060/2009); designadamente:
 - Deverão publicar um “[r]elatório de análise pormenorizado” aquando da publicação dessas notações, ou *outlooks*, no qual deverão ser explicados “[t]odos os pressupostos, parâmetros, limites e incertezas”, devendo o mesmo ser transparente e esclarecedor para os utilizadores;
 - Os relatórios que acompanham as alterações das notações ou *outlooks* de soberanos, deverão incluir uma análise pormenorizada das alterações dos pressupostos qualitativos e quantitativos que fundamentam essa alteração e especificar as ponderações dos diferentes factores; essa análise deverá compreender, em particular, os seguintes parâmetros quantitativos (de que apenas salientaremos alguns): rendimento *per capita*, crescimento do PIB, dívida externa, um indicador de desenvolvimento económico e um indicador de incumprimento (para mais detalhe acerca dos principais indicadores quantitativos e qualitativos utilizados na avaliação do *rating* de soberanos, veja a secção 3.3 e a Tabela A3 em Anexo).
 - As notações ou *outlooks* de soberanos só deverão ser publicadas após o encerramento e pelo menos uma hora antes da abertura dos mercados na UE (com o intuito de minimizar a volatilidade no mercado decorrente das especificidades destas notações) (*vide* também considerando 32 da nova proposta de Regulamento).

metodologia subjacente e realizar testes de qualidade às notações produzidas. Também Löffler (2005: 367; 379) destaca a importância de as agências de *rating* transmitirem de forma precisa a sua política de atribuição de *ratings*, de modo a atenuar a perda de valor informativo decorrente da sua estratégia no sentido da estabilidade das notações.

Em relação ao tema das características do sector das agências de notação de risco (modelo de oligopólio), salienta a Comissão no documento submetido a consulta pública que a necessidade de promoção/aumento da concorrência neste mercado é amplamente reconhecida por diversas autoridades. Uma das possibilidades apresentadas pela Comissão Europeia seria a de o BCE passar a produzir *ratings* “for regulatory purposes”, para serem utilizados pelas instituições financeiras europeias. Esta alternativa suscita-nos, porém, fortes reservas relativamente ao papel (de certificação) do BCE na emissão de notações de risco para efeitos prudenciais/regulamentares: (i) pelos conflitos de interesse que poderá potenciar (pois que permite que o BCE certifique os próprios instrumentos que poderá receber como colateral no âmbito da condução da política monetária do Eurosistema) e (ii) pelo risco de provocar a dependência dos agentes face às notações de risco, desta feita produzidas por um órgão supranacional (como é o caso do BCE). A Comissão mencionava também a possibilidade de criação de uma “*new independent European Credit Rating Agency*” (sendo os respectivos custos suportados, na totalidade ou em parte, pelo sector privado): também nesta opção julgamos existir um elevado risco de conflito de interesses, em particular se tal entidade emitisse *ratings* de Estados. O facto é que ambas as opções parecem ter sido abandonadas na actual proposta de alteração ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009, optando-se, pelo menos por agora, por tratar da necessidade de aumentar a diversidade de *players* no mercado das agências (e do conseqüente impacto na qualidade das notações) através de propostas de requisitos mais rigorosos de independência das agências que visam evitar conflitos de interesse decorrentes quer do modelo de mercado, quer do modelo de remuneração das agências (o *issuers pay model*); destacam-se em particular, as seguintes propostas:

- Instituição de um mecanismo obrigatório de rotatividade das agências de *rating* contratadas pelo emitente (não se aplicando este mecanismo aos *ratings* não solicitados) para notarem o próprio emitente ou os seus instrumentos de dívida (cfr. o novo artigo 6.º-B), limitado-se assim a duração da relação comercial entre o emitente e a agência. Este mecanismo não é aplicável aos *ratings* de Estados, porquanto os mesmos são, em regra, não solicitados.
- Proibição de qualquer membro ou accionista de uma agência que nela detenha uma participação de pelo menos 5%, tenha uma participação superior a 5% em qualquer outra agência, a menos que as agências em causa sejam do mesmo grupo (cfr. novo artigo 6.º-A).

- Proibição de as grandes agências de notação de risco adquirirem outras agências durante um período de 10 anos.

Com efeito, a eficácia dos novos requisitos ficaria seriamente comprometida se, durante os seus primeiros anos de implementação, as grandes agências de *rating* já estabelecidas adquirissem as suas concorrentes ou se os seus accionistas exercessem influência sobre outras agências, impedindo-as assim de criarem alternativas credíveis para os utilizadores no mercado.

No que diz respeito ao tema da responsabilidade civil das agências de notação de risco, começa a Comissão por sublinhar que tal assunto não constitui objecto do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, embora no seu considerando 69 se possa ler que a qualquer acção proposta contra essas agências, por violação de regra do mesmo Regulamento, é aplicável o disposto na competente lei nacional sobre responsabilidade civil (o que, apresentando essas diversas leis diferenças entre si, pode conduzir ao designado *forum shopping*). Do ponto de vista da Comissão, e à semelhança do que recentemente sucedeu nos Estados Unidos, com a aprovação do *Dodd-Frank Act*, seria útil a introdução de um regime de responsabilidade civil das agências no próprio Regulamento – cujos contornos seria ainda necessário definir –, pois que tal contribuiria para a certeza jurídica dos investidores, preveniria o *forum shopping* e, bem assim, teria um efeito dissuasor para as agências. Ora também quanto a esta matéria, a proposta de Regulamento introduz uma alteração substantiva, ao reconhecer que as agências devem ser responsabilizadas em caso de violação, intencional ou por negligência grave, do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, que tenha ocasionado danos a um investidor que se tenha baseado na notação de risco consequente a essa infracção. Esses investidores deverão, assim, apresentar o seus pedidos de indemnização por responsabilidade civil perante os tribunais nacionais, recaíndo o ónus da prova sobre a agência de *rating* (cfr. o novo artigo 35.º-A da proposta de Regulamento) no sentido de provar que foram adoptados os devidos cuidados no cumprimento dos requisitos previstos no Regulamento (CE) n.º 1060/2009. Trata-se, a nosso ver, e sem prejuízo de uma fundamentação jurídica rigorosa sobre esta matéria em concreto, de uma alteração crucial na supervisão da actividade das agências de *rating*, ao permitir-se a responsabilização das agências por danos causados aos investidores decorrentes do incumprimento de determinados requisitos - ao investidor compete apresentar os factos que indiciem que tenha ocorrido o incumprimento. Tal como aludimos antes, julgamos que o estabelecimento do nexo causal entre as notações e os prejuízos causados às

entidades notadas ou a investidores pela depreciação de certo título constitui um problema de prova, pelo que ao reconhecer-se explicitamente nesta proposta da Comissão que poderá ser difícil para um investidor provar a existência dessas falhas (sejam intencionais ou por negligência) e, nessa medida, fazer recair sobre a agência a demonstração de que foram adoptadas as melhores práticas, constitui uma tentativa de resposta dos reguladores comunitários a uma das principais fragilidades identificadas no funcionamento da actividade das agências e que não tinha sido tratada na resposta regulamentar traduzida na versão original do Regulamento (CE) n.º 1060/2009.

Quanto ao tema dos potenciais conflitos de interesse decorrentes (por natureza) do *issuer-pays model* – já que a atribuição de *ratings* inflacionados aos emitentes que os solicitam significa, para as agências, novos negócios e mais receitas provenientes dos emitentes –, assinala a Comissão que esses conflitos não são totalmente evitados com outros modelos de remuneração, nomeadamente com o *investor/subscriber-pays model* ou com o *public utility/government model*, pois que também estes envolvem interesses, embora diversos. Neste sentido, e conforme proposto no projecto de Regulamento, a Comissão continuará a acompanhar a adequação dos modelos de remuneração das agências de notação de risco e submeterá um relatório sobre este assunto ao Parlamento Europeu e ao Conselho até 7 de Dezembro de 2012.

Finalmente, merecem também referência outras inovações vertidas na proposta da Comissão de alteração ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e que são as seguintes:

- Extensão do âmbito de aplicação do Regulamento de modo a abranger também os *outlooks* (figura que passa a ser definida nesta proposta, tal como a figura de “rating soberano”), requerendo-se, também, que as agências divulguem o horizonte temporal durante o qual se pode esperar uma alteração da notação de risco. Com efeito, como já se referiu antes, a propósito dos efeitos das notações de risco, vários Autores demonstraram já que também a alteração dos *outlooks* é susceptível de ter impactos significativos nos mercados financeiros, daí a necessidade de estender os especiais deveres de publicação de informação aos *outlooks*.
- Atribuição às autoridades competentes nacionais pela supervisão de um conjunto de instituições financeiras da responsabilidade de “[v]erificar rigorosamente a adequação dos seus processos de análise de risco”, aqui incluindo-se o controlo da sua dependência excessiva em relação aos *ratings* (cfr. o novo artigo 5.º-A). Ainda que não esteja totalmente claro na proposta da Comissão, esta disposição pressupõe, a nosso ver, que recairá nas autoridades de supervisão nacionais o ónus da validação

das metodologias de avaliação do risco de crédito e, em última análise, da avaliação da qualidade de crédito dos respectivos activos das instituições supervisionadas, serviço que anteriormente era efectuado através do *outsourcing* dos serviços das agências de notação (no âmbito do exercício das suas funções de julgamento do risco de crédito das instituições e, por conseguinte, dos requisitos mínimos de fundos próprios – aspecto a que aludimos na secção 3.1).

8. CONCLUSÃO

Ao longo dos últimos anos, as agências de notação de risco têm sido objecto de intensas críticas pelo seu alegado papel na ampliação da crise financeira iniciada em meados de 2007; em particular por terem cometido erros graves ao subavaliarem os riscos associados a instrumentos financeiros complexos (emitindo *ratings* inflacionados), por terem falhado na identificação da deterioração das condições de mercado e dos bancos e por não terem ajustado atempadamente as suas notações (efectuando deteriorações abruptas nas notações de alguns emitentes e activos).

A evolução da crise financeira para uma dimensão sistémica de crise soberana europeia, fez reacender nos reguladores comunitários a preocupação sobre a qualidade das notações emitidas pelas agências de *rating*, a qual só tem razão de existir porquanto essas notações exercem uma influência muito significativa nos mercados financeiros e na prosperidade das economias. E a influência significativa das notações, que é, por sua vez, o problema do *risco da dependência excessiva* dos intervenientes no mercado em relação aos *ratings* (pela sua prociclicidade, potenciando a ocorrência de efeitos desproporcionais em cadeia) decorre, no fundo, do problema da *necessidade das notações de risco*.

É indiscutível, tal como analisámos, que os *ratings* servem inúmeros propósitos de grande utilidade para um número alargado de intervenientes no mercado, que não se reconduz apenas aos investidores (que, por motivos de eficiência e de sistematização da informação quanto ao risco de crédito de certo emitente ou activo, delas necessitam para as suas decisões de investimento, permitindo assim mitigar assimetrias de mercado) e às entidades emitentes de dívida (que delas necessitam para obtenção de visibilidade no mercado e alargamento da base de investidores), pois que também a elas recorrem, por exemplo, intermediários financeiros (que utilizam as notações de risco para fins regulamentares e como referencial de investimento em contratos do sector privado) e até

os próprios reguladores. Mas o problema da dependência dos agentes financeiros em relação aos *ratings* em muito se deve ao papel “quase institucional” que os reguladores têm vindo a atribuir às notações de risco, particularmente na legislação e regulamentação comunitárias relativas à actividade de instituições sujeitas à sua regulação e supervisão. Um exemplo dessa dependência regulamentar é a Directiva 2006/48/CE, que permite às instituições que utilizem o método Padrão para determinação dos requisitos de fundos próprios para cobertura do risco de crédito, a utilização das notações de risco emitidas por agências de notação externas, as quais têm que ser certificadas como ECAI pelas autoridades de supervisão do país onde se destinam a ser utilizadas (assim assumindo o próprio regulador um papel, pernicioso, de certificador da qualidade das notações emitidas pelas agências). Um outro exemplo da evidente dependência face dos *ratings* motivada pelos reguladores reside nos critérios de elegibilidade dos activos utilizáveis como colateral nas operações de política monetária do Eurosistema, porquanto ao exigir um requisito mínimo de elevada qualidade de crédito a esses activos, faz recair no *rating* um papel fulcral na aceitação desses activos, com subsequente efeito na gestão da liquidez das instituições financeiras.

A constatação dos riscos para a estabilidade financeira dos Estados Membros associados à influência exercida pelas agências de *rating* nos mercados financeiros (tendo a resposta comunitária à crise compreendido um amplo conjunto de medidas, sem precedentes, de reformulação profunda do sector financeiro para além do papel das agências de *rating*), e bem assim, de que o mecanismo de auto-regulação que tinha existido até à data (assente nos princípios vertidos no Código IOSCO) não era suficiente para solucionar as insuficiências detectadas na actividade das agências, tornou inadiável aos decisores políticos a adopção de medidas de regulação directa da actividade das agências. Esta iniciativa não constitui, porém, novidade, pois que noutros períodos de crise na história (por exemplo, durante a crise asiática) às agências de *rating* haviam sido imputadas responsabilidades e sido alvo de tentativas de regulação directa, mas o poder de *lobbies* instalados tem aparentemente permitido contornar essa aspiração.

O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 que, na sua versão original, entrou em vigor em 7 de Dezembro de 2010, surge assim como a primeira tentativa comunitária para sujeitar as agências a mecanismos de regulação directa da actividade, com o objectivo último de

salvaguardar a qualidade das notações produzidas e a sua credibilidade perante os agentes de mercado, ao submetê-las, em particular, à obrigatoriedade do registo nos termos daquele Regulamento e à sujeição a especiais deveres de prevenção de conflitos de interesse, de independência de actuação, de divulgação pública das metodologias usadas, ou de uso de metodologias rigorosas. O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 viria a ser alterado pelo Regulamento (UE) n.º 513/2011 - que entrou em vigor em 1 de Junho de 2011 e procedeu à atribuição à ESMA de competência exclusiva quanto ao registo e supervisão das agências de *rating* na União Europeia – e encontra-se novamente em revisão tendo em conta as propostas recentemente apresentadas pela Comissão Europeia em 15 de Novembro de 2011. Em causa nesta proposta da Comissão está a necessidade de solucionar insuficiências muito concretas no modelo de actividade das agências e do próprio sector (pautado pela reduzida concorrência) que, reconhecidamente, não haviam sido disciplinadas nos anteriores normativos; em particular, as duradouras relações comerciais entre as agências e as entidades notadas e, bem assim, o modelo de remuneração (*issuers pay model*), que propicia a existência de conflitos de interesse e condiciona o rigor e independência na atribuição das notações; a reduzida transparência na metodologia utilizada na atribuição das notações e *outlooks*; a fraca fundamentação para as alterações efectuadas nos *ratings* e *outlooks*, e particularmente todo o enquadramento no que aos *ratings* de soberanos diz respeito e ainda a definição de um mecanismo de responsabilidade civil das agências.

São notáveis os méritos das medidas adoptadas nos últimos anos com vista a fortalecer o quadro regulatório comunitário das agências de notação de risco e, sobretudo, é assinalável a velocidade com que essas medidas têm sido implementadas. É igualmente notável o alcance das propostas actualmente em discussão a nível europeu, com vista a reduzir o protagonismo institucional que é atribuído às notações de risco emitidas pelas agências; uma das principais tentativas que analisámos, encontra-se vertida na quarta proposta de revisão das Directivas 2006/48/CE e 2007/65/CE (ou CRDIV), de 20 de Julho de 2011, e tem que ver com a eliminação da figura do reconhecimento de ECAI, porquanto se encontra prevista a possibilidade de as agências de *rating* registadas nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 passarem, automaticamente, a ser aceites, pela EBA, para efeitos de cálculo dos requisitos de capital das instituições de crédito. Com efeito, julgamos que um sistema de registo das agências de notação de risco, tal como se encontra consagrado no Regulamento (CE) n.º 1060/2009, tem a vantagem de,

diversamente do que sucede com o sistema de reconhecimento (de ECAI), não induzir os investidores a interpretar o reconhecimento como uma aprovação oficial das notações emitidas pelas agências. Outra tentativa analisada, consta da proposta da Comissão Europeia, de 15 de Novembro de 2011, onde se prevê a imposição da obrigação de determinadas instituições financeiras procederem às suas próprias avaliações do risco de crédito dos activos (cfr. alteração ao artigo 15.º do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, prevista do projecto de Directiva) – esta tentativa de solução do problema da dependência dos *ratings* não constitui, porém, uma ideia nova, pois tal como aludimos neste estudo, certos Autores haviam sugerido que os reguladores deveriam encorajar as instituições mais sofisticadas a utilizar modelos internos para medição do risco de crédito (os denominados métodos IRB para cálculo da adequação dos níveis de capital).

Antevemos no entanto, que a instituição deste novo enquadramento de regulação da actividade das agências poderá colocar os reguladores comunitários perante desafios complexos que poderão, inclusivamente, pôr em risco a concretização dos críticos objectivos que presidiram à criação deste novo modelo de regulação das agências de *rating*. Em primeiro lugar, a necessidade de se assegurar um equilíbrio entre os rigorosos requisitos que devem ser exigidos às agências para o desempenho da sua actividade (dado o elevado impacto que exercem) e uma eventual tendência de as agências adoptarem estratégias que minimizem o risco de virem a ser responsabilizadas por quaisquer eventos com impacto relevante no mercado e na estabilidade financeira dos países – optando, assim, as agências por um excessivo conservadorismo nas notações emitidas por forma a evitar oscilações acentuadas, de sentido negativo, susceptíveis de causar prejuízos às entidades notadas e aos investidores pela depreciação de certo título. Esta questão está relacionada com uma eventual “tentação” de os reguladores comunitários exigirem das agências a capacidade de anteverem eventos que os demais intervenientes de mercado, também com especiais conhecimentos e capacidade de análise (pois que os *ratings* são *pareceres*, e não meras opiniões, conforme decorre do Regulamento (CE) n.º 1060/2009) não são capazes de antecipar, criando assim um enquadramento normativo onde as agências passam a ser responsabilizadas por não anteverem alterações de paradigma nos mercados. Por exemplo, o risco de crédito de soberanos na zona euro era residual até há poucos anos atrás; conforme é perceptível na nossa análise (Gráfico 2), só em finais de 2009 os *spreads* a que transaccionavam a dívida pública portuguesa começaram a incorporar um

risco de crédito considerável – i.e. factores específicos dos países, ao nível da sua qualidade de crédito e liquidez, passaram a ter um peso relativo mais elevado na evolução dos *spreads* das taxas de juro dos soberanos. Em segundo lugar, depreende-se da proposta da Comissão, de 15 de Novembro, que caberá às autoridades de supervisão nacionais validar os “processos de análise” internos utilizados pelas instituições para a avaliação do risco (cfr. novo artigo 5.º-A). Não obstante o valor desta proposta da Comissão, porquanto incentiva à análise crítica do risco através da utilização de metodologias internas das instituições, poderá incorrer-se no risco de atribuir-se às autoridades de supervisão nacionais o papel de certificador da qualidade desses processos, o que equivale a pressupôr, em nosso entender, que ao próprio regulador assistem especiais (e melhores) conhecimentos na avaliação do risco de crédito dos activos face à avaliação que é efectuada pelas agências de *rating*. Por sua vez, esta atribuição às autoridades de supervisão poderá induzir a confiança das instituições na adopção de práticas tendentes especificamente a alcançar os requisitos estabelecidos pelo supervisor para a aprovação desses processos e, conseqüentemente, a fazer recaír sobre o supervisor a responsabilidade por eventuais falhas nesses processos de análise que impliquem a ocorrência de perdas para as instituições.

Apesar das medidas de regulação que estão a ser propostas tendentes a reduzir, na medida do possível, o risco de dependência excessiva dos agentes financeiros relativamente aos *ratings*, parece-nos inevitável que os *ratings* continuem a assumir um papel de relevo nos mercados financeiros, na medida em que se revestem de grande utilidade para um conjunto alargado de sujeitos. De todo o modo, admitimos que instituições de menor dimensão, dificilmente conseguirão dispor de sofisticadas metodologias de análise do risco de crédito, revestindo-se o *rating*, nestes casos, de informação determinante nos seus processos de decisão de investimentos e de gestão interna do risco. E em particular, no que aos *ratings* de soberanos diz respeito, pelas especificidades da análise do risco de crédito destes emitentes, julgamos que os *ratings* continuarão a servir de referencial de investimento e a influenciar o custo de emissão dos Estados. As actuais propostas quanto à necessidade de serem adoptados critérios de maior rigor e transparência nas metodologias de atribuição de *ratings* e *outlooks* de Estados – assunto que não foi objecto de especial tratamento na versão inicial do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, mas que é objecto de medidas concretas na proposta da Comissão de 15 de Novembro – constitui, em nossa opinião, uma medida de

particular relevância atendendo à magnitude dos impactos que lhes estão associados, tal como analisámos neste estudo; por um lado os impactos dessas notações no próprio país (determinando o custo de financiamento do Estado no mercado de capitais e do próprio sector bancário, incluindo o valor da garantia explícita do Estado para emissão de dívida por parte do sector bancário), e por outro lado os efeitos de contágio que as notações num Estado são susceptíveis de exercer na estabilidade financeira de outros Estados e mercados financeiros.

Pelo facto de termos tecido várias considerações relativamente à proposta de revisão do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 apresentada pela Comissão Europeia em 15 de Novembro de 2011, que serão ainda objecto de negociação por parte dos Estados Membros, corremos o risco de algumas conclusões apresentadas neste estudo tornarem-se rapidamente desactualizadas. Adicionalmente, refira-se que os resultados estimados para o valor da poupança no custo de financiamento dos bancos portugueses, associado à garantia do Estado português (secção 4), apresenta algumas limitações decorrentes da iliquidez do mercado, que distorce a qualidade da informação inferida através dos níveis a que transacciona essa dívida no mercado secundário. Com efeito, apesar de colocadas no mercado, as obrigações garantidas emitidas por bancos portugueses em 2008 e 2009 são actualmente títulos com uma liquidez reduzida - esta redução no *turnover* de títulos portugueses é bem visível na abrupta diminuição do montante de títulos de dívida pública portuguesa transaccionada em mercado secundário. Essa menor representatividade dos níveis de mercado é hoje em dia acentuada pela crise soberana (e consequente volatilidade), resultando numa falta de disponibilidade dos *market makers* internacionais para transaccionar títulos de emitentes portugueses. A conjugação destes factores conduz a que títulos portugueses transaccionem com *spreads bid-offer* extremamente largos e que as obrigações de emitentes portugueses percam parte da sua função de *pricing* de risco.

Poderá revestir-se de grande interesse avaliar, futuramente, a eficácia da aplicação dos já mencionado processos internos de avaliação do risco de crédito dos activos tendo em conta o “trade off” entre a necessidade de os reguladores nacionais garantirem a robustez desses modelos e, ao mesmo tempo, de assegurar que da sua aplicação não decorre uma subavaliação dos riscos e uma poupança excessiva no cálculo dos requisitos de capital (associada, porventura, à manipulação de parâmetros dessas metodologias).

9. BIBLIOGRAFIA

Almeida, Margarida Azevedo de, “A responsabilidade civil perante os investidores por realização defeituosa de relatórios de auditoria, recomendações de investimento e relatórios de notação de risco”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 36, Agosto de 2010, in <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/Artigo1Cadernos36.pdf>

Altman, Edward I., Öncü, T. Sabri, Richardson, Matthew, Schmeits, Anjolein e Lawrence J. White, “Regulation of rating agencies”, in *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the new architecture of global finance*, New York, Wiley, 2011, págs. 443-467.

Arezki, Rabah, Candelon, Bertrand e Amadou Sy, *Sovereign rating news and financial markets spillovers: evidence from the european debt crisis*, IMF Working Paper WP/11/68, March 2011, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>

Barbosa, Luciana e Sónia Costa, *Determinants of sovereign bond yield spreads in the euro area in the context of the economic and financial crisis*, Banco de Portugal, Working Papers 22/2010, October 2010, in <http://www.bportugal.pt/en-US/BdP%20Publications%20Research/wp201022.pdf>

Bergevin, Philippe, *Addicted to ratings: the case for reducing governments' reliance on credit ratings*, C.D. Howe Institute Backgrounder, No. 130, May 2010, in http://www.cdhowe.org/pdf/backgrounder_130.pdf

Bhatia, Ashok Vir, *Sovereign credit ratings methodology: an evaluation*, IMF Working Paper WP/02/170, October 2002, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>

Blundell-Wignall, Adrian e Patrick Slovik, *The EU stress test and sovereign debt exposures*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 4, August 2010, in <http://www.oecd.org/dataoecd/17/57/45820698.pdf>

Cantor, Richard e Frank Packer,

- *Sovereign credit ratings*, Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, Vol. 1, Number 3, June 1995, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1001511#
- “Determinants and Impact of sovereign credit ratings”, *Economic Policy Review*, October 1996, págs. 37-53, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1028774

Cavallo, Eduardo A., Powell, Andrew e Roberto Rigobón, *Do credit rating agencies add value? Evidence from the sovereign rating business institutions*, Inter-American Development Bank, Research Department, Working paper No. 647, November 2008, in <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-647.pdf>

Coelho, Miguel, “Análise financeira e recomendações de investimento”, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. X, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, págs. 113-133.

Coffee, John C,

- *Understanding Enron: it's about the gatekeepers, stupid* (July 30, 2002), Columbia Law & Economics Working Paper No. 207, in <http://ssrn.com/abstract=325240>
- *Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms*, (September 2003), Columbia Law and Economics Working Paper No. 237, in <http://ssrn.com/abstract=447940>

Coskun, Deniz, “Supervision of credit rating agencies: The role of credit rating agencies in finance decisions”, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, vol. 24, issue 5, 2009, págs. 252-261.

Flandreau, Marc, Gaillard, Norbert e Frank Packer, *To err is human: rating agencies and the interwar foreign government debt crisis*, BIS Working Papers 335, 2010, in <http://www.bis.org/publ/work335.pdf>

Gale, Douglas, “Standard Securities”, *Review of Economic Studies*, vol. 59, n.º 4 (Oct. 1992), págs. 731-755, in <http://www.jstor.org/stable/2297995>

Gande, Amar e David C. Parsley, “News spillovers in the sovereign debt market”, *Journal of Financial Economics*, vol. 75 (2005), págs. 691-734, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X04001576>

Goodhart, Charles A. E., *The regulatory response to the financial crisis*, Edward Elgar, 2009.

Hassoune, Anouar, “Agences de notation financière et intermédiation informationnelle”, in *Revue Banque*, n.º 672, Septembre 2005, págs. 50-52.

Henry, Tyler, Kisgen, Darren e Julie WU, *Do equity short sellers anticipate bond rating downgrades*, January 2011, in <http://finance.eller.arizona.edu/documents/seminars/2010-11/THenry.ShortDowngrade03-11.pdf>

House, Richard, “Rating the raters”, in *Institutional Investor*, October 1995, págs. 53-66.

Hunt, John Patrick, *Credit rating agencies and the “worldwide credit crisis”: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement* (September 5, 2008), *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, No. 1, in <http://ssrn.com/abstract=1267625>

Kubota, Takaschi, “Regulation of rating agencies: current and future”, in *International Monetary and Financial Law: the global crisis*, Oxford University Press, 2010, págs. 251-261.

Löffler, Gunter, “Avoiding the rating bounce: why rating agencies are slow to react to new information”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 56 (2005), págs. 365-381, in <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0167268104000861>

Longstaff, Francis A., Pan, Jun, Pedersen, Lasse H. e Kenneth J. Singleton, “How sovereign is sovereign credit risk?”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3 April 2011, págs. 75-103, in <http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/papers/SovereignLPPS.pdf>

Lynch, Timothy E., *Deeply and persistently conflicted: credit rating agencies in the current regulatory environment* (September 14, 2010), Indiana Legal Studies Research Paper No. 133, in <http://ssrn.com/abstract=1374907>

Micu, Marian, Remolona, Eli e Philip Wooldridge, *The price impact of rating announcements: which announcements matter?*, BIS Working Papers 207, June 2006, in <http://www.bis.org/publ/work207.pdf>

Pagano, Marco e Paolo Volpin, “Credit ratings failures and policy options”, in *Economic Policy*, 2010, págs. 401-431.

Panetta, Fabio, *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*, BIS CGFS Papers, No 43, July 2011.

Partnoy, Frank,

- *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, FINANCIAL GATEKEEPERS: CAN THEY PROTECT INVESTORS?, Yasuyuki Fuchita, Robert E. Litan, eds., Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006; San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, in <http://ssrn.com/abstract=900257>;
- *Rethinking regulation of credit rating agencies: an institutional investor perspective* (July 6, 2009), Council of Institutional Investors, April 2009; San Diego Legal Studies Paper No. 09-014, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1430608

Pinto, Arthur R., *Control and responsibility of credit rating agencies in the United States* (October 7, 2008), *American Journal of Comparative Law*, Vol. 54, 2006; Brooklyn Law School, Legal Studies Paper No. 119, in <http://ssrn.com/abstract=1280322>.

Santos, Delfim Vidal, “As agências de notação de risco e a crise financeira planetária”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III (2011), 1, págs. 137-168.

Santos, Hugo Moredo, “A notação de risco e os conflitos de interesses”, in *Conflito de interesses no direito societário e financeiro*, Coimbra, Almedina, 2010, págs. 471-563.

Sousa, Alfredo de, “Informação, risco e rating”, in *Revista da Banca*, n.º 11, Julho / Setembro 1989, págs. 5-9.

Sy, Amadou N. R., *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF Working Paper WP/09/129, June 2009, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>

Wymeersch, Eddy e Marc Kruithof, *Regulation and liability of credit rating agencies under Belgian law* (March 31, 2006), Ghent University Financial Law Institute Working Paper No. 2006-05, in <http://ssrn.com/abstract=894820>

Outras referências

Basileia, Comité de Supervisão Bancária de, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*” (Junho 2006), in <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>

Board, Financial Stability, Principles for reducing reliance on CRA ratings (27 Outubro 2010), in http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf

Commissions, International Organization of Securities (IOSCO)

- versão inicial do Código in <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>
- versão de 2008 do Código in <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>
- <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD286.pdf>

Declaração da Cimeira de Washington do G-20 (Novembro 2008), in http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf

Declaração da Cimeira de Toronto do G-20 (Junho 2010) in http://www.g20.org/Documents/g20_declaration_en.pdf

Decreto-Lei n.º 104/2007, in Diário da República, 1.ª série, N.º 66, de 3 de Abril de 2007, rectificado pela Declaração de Rectificação n.º 53-B/2007, de 31-5, in DR, 1 Série, n.º 106 Supl.2, de 1-6-2007, versão consolidada in <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Legislacaoenormas/Documents/DL104ano2007c.pdf>

Europeia, Comissão,

- *Commission Staff Working Paper, Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC on coordination on laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) and Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers*, 2011, págs. 105-107, in http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/SEC_2011_1355_en.pdf.
- *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms and amending Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate* (20 July 2011), in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0453:FIN:EN:PDF>

- *Proposta de Alteração ao Regulamento (CE) n.º 1060/2009*, 2 Junho 2010, in http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/100602_proposal_en.pdf
- *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo a requisitos prudenciais aplicáveis às instituições de crédito e às empresas de investimento, PARTE I, PARTE II, PARTE III*, 20 July 2011, in <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0452:FIN:PT:PDF>
- *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho, que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, relativo às agências de notação de risco*, 15 Novembro 2011, in http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_747_pt.pdf
- *Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho, que altera a Directiva 2009/65/CE, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) e a Directiva 2011/61/EU relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos no que diz respeito à dependência excessiva relativamente às notações de risco*, 15 Novembro 2011, in http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/COM_2011_746_pt.pdf
- *Regulating Financial Services for Sustainable Growth*, (2 Junho 2010), in http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf. O documento em causa seria posteriormente actualizado in http://ec.europa.eu/commission_2010-2014/barnier/docs/110209_progress_report_financial_issues_en.pdf
- *Public Consultation on Credit Rating Agencies*, 5 Novembro 2010, in http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf

Europeu, Banco Central,

- *The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, Feb. 2011, pág. 46, in <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2011en.pdf>
- Orientação BCE/2000/7, 31 Agosto de 2000, in <http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/02000x0776-20100301-pt.pdf>
- http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100408_1.en.html
- <http://www.ecb.eu/press/pr/date/2010/html/pr100503.en.html>
- http://www.ecb.eu/press/pr/date/2011/html/pr110331_2.en.html
- http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr110707_1.en.html
- [http://www.ecb.europa.eu Monetary Policy / Collateral / ECAF / Rating scale](http://www.ecb.europa.eu/Monetary%20Policy/Collateral/ECAF/Rating%20scale)

Europeu, Conselho, *Conclusões da reunião do Conselho Europeu de 24-25 de Março de 2011*, in http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/pt/ec/120316.pdf, págs. 22, 24, 30, 33.

Europeu, Parlamento,

- *Directiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa ao acesso à actividade das instituições de crédito e ao seu*

- exercício (reformulação)*, in JO da EU, de 30 Junho 2006, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0001:0001:PT:P> [DF](#)
- *Directiva 2006/49/CE, Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa à adequação dos fundos próprios das empresas de investimento e das instituições de crédito (reformulação)*, in JO da UE, de 30 Junho 2006, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:177:0201:0201:PT:P> [DF](#)
 - *Regulamento (CE) n.º 1060/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009 – relativo às agências de notação de risco*, in JO da UE, de 17 de Novembro 2009, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:PT:P> [DF](#);
 - *Regulamento (UE) n.º 513/2011, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Maio de 2011 – que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 relativo às agências de notação de risco*, in JO da EU, de 31 de Maio 2011, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:PT:P> [DF](#).

FMI, *Global Financial Stability Report – Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity*, Oct. 2010, págs. 85-87, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfstr/2010/02/pdf/text.pdf>

Moody's, <http://www.moodys.com>

- *Revisions to Moody's Hybrid Tool Kit* (1 July 2010) in http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_125615 (mediante subscrição)

Poor's, Standard &, in <http://www.standardandpoors.com/>

- *Principles of Credit Ratings* (16 Fev. 2011), págs. 3 e 5-7 in https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/showArticlePage.do?rand=u9Kgefd1GA&sid=873692&sind=A&object_id=6485398&rev_id=2&from=SR (mediante subscrição)
- *Request for Comment: Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions* (26 de Novembro 2010), pág. 34 in https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/showArticlePage.do?rand=TztM0ZSC2b&object_id=6262992&rev_id=5&sid=877363&sind=A& (mediante subscrição)
- *Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions* (relatório que veio consubstanciar a clarificação dos critérios de atribuição de *ratings* a soberanos com base no relatório “Request for Comment...”), 30 Junho 2011, págs. 15, 23 e 28 in https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/showArticlePage.do?rand=NwiGQBtDOI&sid=877363&sind=A&object_id=6693946&rev_id=3&from=SR (mediante subscrição)
- *Why the European Stability Mechanism May Have A Negative Impact On Some Sovereign Ratings In The Eurozone*, 8 Abril 2011, in https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/showArticlePage.do?rand=0U56HU0IGA&sid=859817&sind=A&object_id=6591785&rev_id=1&from=SR (mediante subscrição)

- *Sovereign Credit Ratings: A Primer*, 29 Maio 2008, págs. 2-3, in https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/showArticlePage.do?rand=6EDUpOxG3m&sid=876291&sind=A&object_id=4804179&rev_id=7&from=SR (mediante subscrição)
- *Bank Capital Methodology And Assumptions*, 6 Dezembro 2010, in https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/showArticlePage.do?rand=BLikDyW3xN&object_id=6338060&rev_id=1&sid=835681&sind=A&
- *Revised Methodology And Assumptions For Assessing Asset-Liability Mismatch Risk In Covered Bonds” e “Criteria For Rating Swedish Covered Bonds*, 16 Dezembro 2009, in https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/showArticlePage.do?rand=m0XaZ9EdBo&object_id=6052176&rev_id=2&sid=803827&sind=A&

Portugal, Banco de,

- *Aviso n.º 5/2007*, Anexo III, Parte 2, DR 2ª Série, 82, Parte E, de 24 de Abril 2007, in <http://www.bportugal.pt/sibap/application/app1/docs1/avisos/textos/5-2007a-c.pdf>
- *Instrução n.º 10/2007 – Reconhecimento de Agências de Notação Externa (ECAI) e respectivo Mapeamento*, alterada pela Instrução n.º 4/2010, BO n.º 3, (15 Março 2010) e pela Instrução n.º 16/2010, BO n.º 7, 15 Julho 2010, in <http://www.bportugal.pt/sibap/application/app1/docs1/manual/anexos/10-2007m1.pdf> e respectivo Anexo I.
- *Instrução n.º 1/99 - Mercado de Operações de Intervenção (M.O.I)*, versão consolidada, in <http://www.bportugal.pt/sibap/application/app1/docs1/manual/textos/1-99m.pdf>

Público, Instituto da Gestão e Tesouraria do, (IGCP), www.igcp.pt/gca/?id=89

Ratings, Fitch, in <http://www.fitchratings.com>

Regulators, Committee of European Securities, *CESR’s Guidance on Registration Process, Functioning of Colleges, Mediation Protocol, Information set out in Annex II, Information set for the application for Certification and for the assessment of CRAs systemic importance*, 4 de Junho de 2010, págs. 5-6, in http://www.cesr-eu.org/data/document/1-10_347.pdf

Supervisor, Committee of European Banking, *Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions*, in <http://www.eba.europa.eu/cebs/media/Publications/Standards%20and%20Guidelines/2010/Recognition%20of%20ECAI/Revised-Guidelines.pdf>

10. ANEXOS

Tabela A1 - Escalas genéricas de *rating*: curto prazo

Standard&Poor's	Fitch Ratings	Moody's
A-1+	F1+	Prime-1
A-1	F1	
A-2	F2	
A-3	F3	Prime-2
B-1	B	Prime-3
B-2		
B-3		
C	C	Not Prime
Selective default	Restricted default	
D	D	

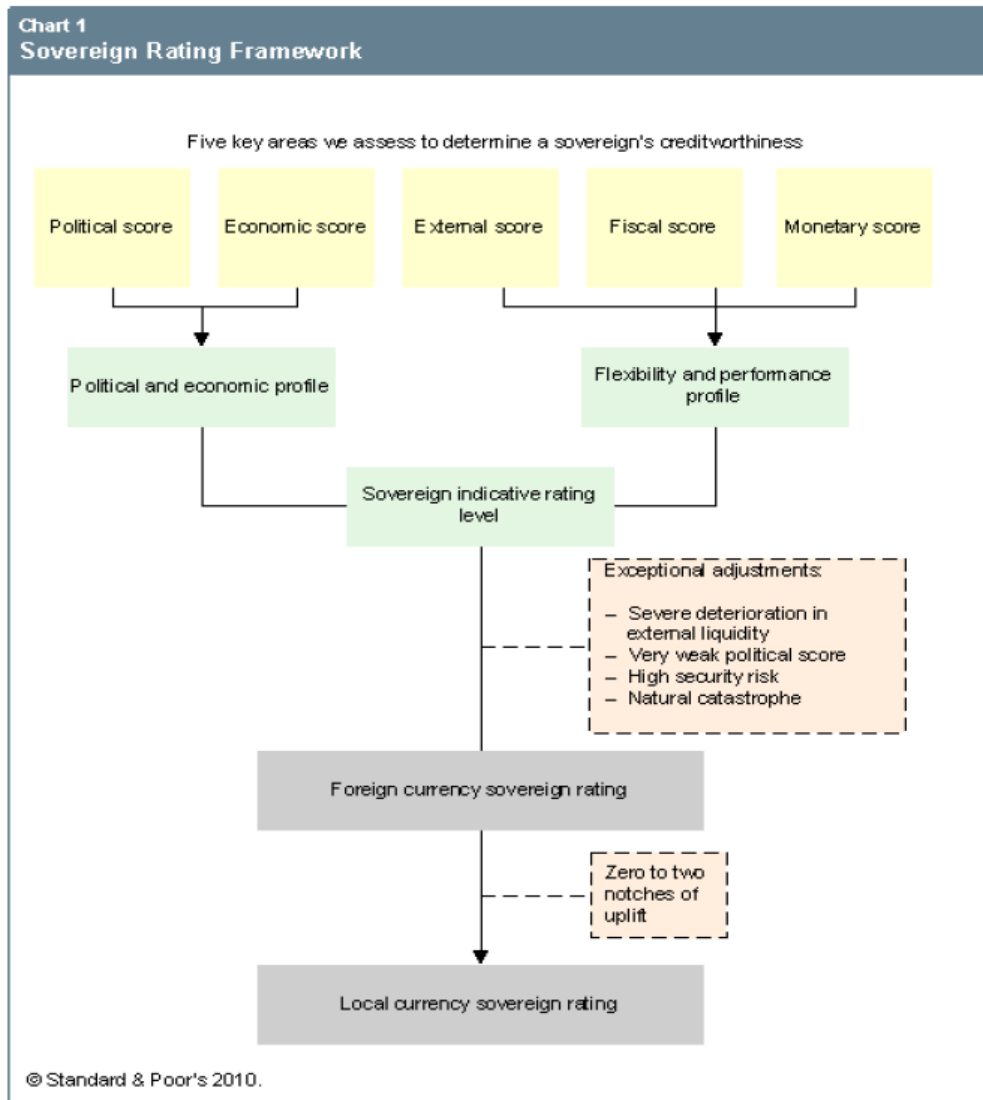
Fonte: Informação extraída dos sites das agências de *rating* e adaptada pela Autora.

Tabela A2 - Correspondência entre *ratings* de longo e de curto prazo

Escala de notações de longo prazo (S&P e Fitch / Moody's)	Ratings de Curto Prazo		
	Standard&Poor's	Fitch Ratings	Moody's
AAA / Aaa	A-1+	F1+	P-1
AA+ / Aa1	A-1+	F1+	P-1
AA / Aa2	A-1+	F1+	P-1
AA- / Aa3	A-1+	F1+	P-1
A+ / A1	A-1 ou A-1+	F1 ou F1+	P-1
A / A2	A-1	F1	P-2 ou P-1
A- / A3	A-2 ou A-1	F2 ou F1	P-2 ou P-1
BBB+ / Baa1	A-2	F2	P-2
BBB / Baa2	A-3 ou A-2	F3 ou F2	P-3 ou P-2
BBB- / Baa3	A-3	F3	P-3
BB+ / Ba1	B-1; B-2; B-3	B	Not Prime
BB / Ba2			
BB- / Ba3			
B+ / B1			
B / B2	C	C	Not Prime
B- / B3			
CCC / Caa1			
CC / Ca	RD/D	RD/D	RD/D
C / C			
RD/D			

Fonte: Informação extraída dos sites das agências de *rating* e adaptada pela Autora.

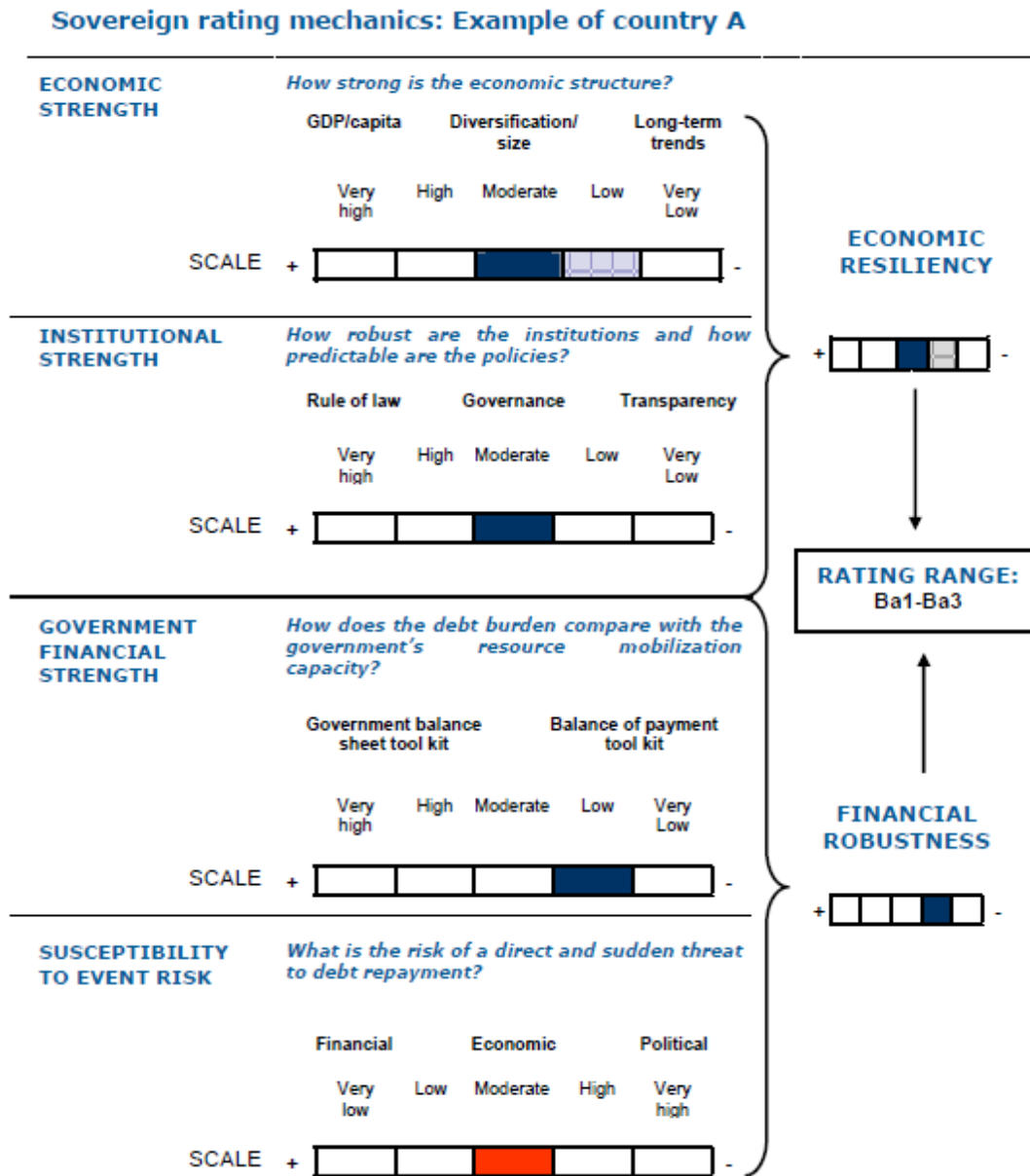
Gráfico A1 - Fases da metodologia de atribuição de notações de risco a soberanos usada pela Standard & Poor's



Fonte: Standard & Poor's.

https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/showArticlePage.do?rand=NwiGQBtD0I&sid=877363& синд=A&object_id=6693946&rev_id=3&from=SR (pág. 4)

Gráfico A2 - Fases da metodologia de atribuição de notações de risco a soberanos usada pela Moody's



Fonte: Moody's. http://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_109490 (págs. 2 -3) (mediante subscrição).

Tabela A3 - Principais *drivers* e indicadores usados na atribuição de *ratings* a soberanos pelas três maiores agências de *rating*

Indicators Used by the Credit Rating Agencies (By Type of Driver)			
	Fitch	Moody's	Standard & Poor's
Macro/ Growth	GNP and GDP per capita Consistency of monetary and fiscal policies and credibility of policy framework Sustainability of long-term growth path Competitiveness of economy Depth of demand for local currency Capacity to implement countercyclical macro policies Composition of current account	GDP per capita Long-term volatility of nominal output Scale of economy Integration in economic and trade zones	Rate and pattern of economic growth Range and efficiency of monetary policy tool Size and composition of savings and investment Money and credit expansion Price behavior in economic cycles
Public finance	Financial assets of government Sovereign net foreign asset position Volatility of government revenue Revenue-to-GDP ratio Medium-term public debt dynamics Credibility of fiscal policy framework and institutions Financial flexibility	Government's ability to raise taxes, cut spending, sell assets, or obtain foreign currency (e.g., from official reserves)	General government revenue, expenditure, and surplus/deficit trends Compatibility of fiscal stance with monetary and external factors Revenue-raising flexibility and efficiency Expenditure effectiveness and pressures Size and health of nonfinancial public sector enterprises
Debt	Size and growth rate of public debt Composition of government debt (maturity, interest rate, and currency) Contingent liabilities of government Maturity and currency structure of foreign liabilities and assets Distribution of foreign liabilities and assets by sector Payment record	Level of debt Interest payments and revenues Structure of government debt Debt repayment burden Debt dynamics Conditional liabilities Financial depth	General government gross and net debt; gross and net external debt Share of revenue devoted to interest Debt service burden Maturity profile and currency composition Access to concessional funding Debt and breath of local capital markets
Financial sector	Macro-prudential risk indicators Quality of banking sector and supervision Contingent liabilities of banking sector Foreign ownership of banking sector	Financial sector strength Contingent liabilities of banking sector	Robustness of financial sector Effectiveness of financial sector
External finances	Capital flows Willingness of nonresidents to extend credit and purchase domestic assets Share of current output devoted to servicing external debt Reserve adequacy	Balance of payments dynamics Foreign exchange reserves Access to foreign exchange External vulnerability indicator	Impact of fiscal and monetary policies on external accounts Structure of the current account Composition of capital flows Reserve adequacy
Exchange rate	Exchange rate regimes Indexation and dollarization	Exchange rate regime Indexation and dollarization	Compatibility of exchange-rate regime and monetary goals Indexation and dollarization
Political	War risk Legitimacy of political regime Relations with international community and institutions	War Degree of political consensus Political chaos Efficiency and predictability of government action Level of policy transparency	Stability and legitimacy of political institutions Popular participation in political processes Orderliness of leadership succession Transparency in economic policy decisions and objectives Public security Geopolitical risk
Structural/ Institutional	Effectiveness of government Openness to international capital flows and trade Strength of business environment, human capital, and governance Rule of law, respect for property rights Control of corruption	Transparency Level of innovation Investment in human capital Respect for property rights	Efficiency of public sector Institutional factors, such as central bank independence Timeliness, coverage, and transparency in reporting Competitiveness and profitability of private sector
Other	Savings ratios Openness of economy to trade Commodity dependence	Earthquakes Hurricanes Speculative crises	Prosperity, diversity, and degree of market orientation Income discrepancies Protectionism and other nonmarket influences Labor flexibility

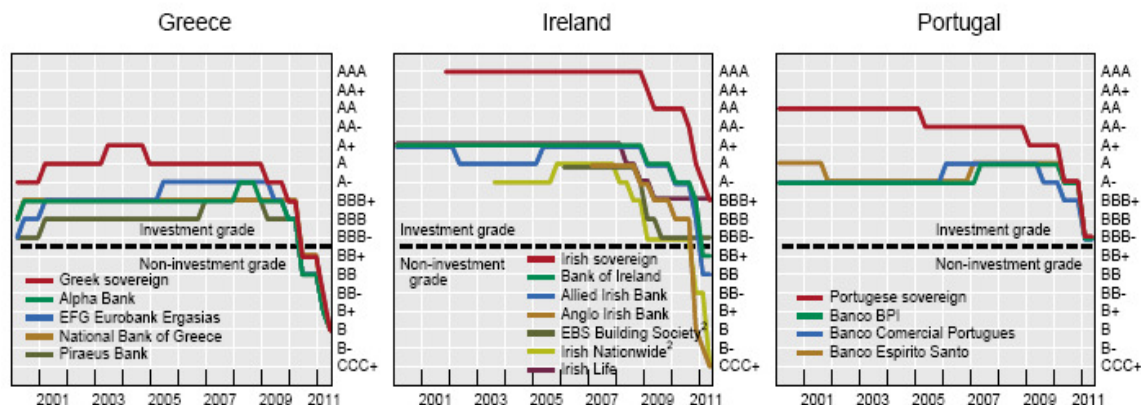
Note: This table generalizes the presentation of indicators by the CRAs into a common set of key drivers.
Sources: Fitch (2010a); Moody's (2008); and Standard & Poor's (2008).

Fonte: Standard & Poor's.

https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/CriteriaGovernmentsSovereignsSovereignGovernmentRatingMethodologyAndAssumptions.articlePDF?rand=GtTrTxLCVb&id=877363&sourceId=&type=&outputType=&from=SR&prvReq=&pager.offset=&SIMPLE_SEARCH_TYPE=&CONID=&entl=&requestFrom=getPDF

Gráfico A3 - Downgrade do rating do soberano e o downgrade do respectivo sector bancário – Grécia, Irlanda e Portugal

Long-term foreign currency ratings of sovereigns and banks in Greece, Ireland and Portugal¹



¹ The ratings are "issuer" ratings. All ratings are from S&P, unless stated otherwise. ² Fitch rating.

Source: Bloomberg.

Fonte: Panetta (2011: 21)

10.1 Descrição da metodologia adaptada para estimar o valor da garantia explícita concedida pelo Estado Português à dívida emitida pelos bancos portugueses, com garantia do Estado

A metodologia adoptada consistiu na utilização do histórico da Bloomberg dos "Asset swap spread (Mid)" das emissões com garantia do Estado dos bancos portugueses que emitiram este tipo de dívida, tendo a mesma sido colocada em mercado. Apenas as emissões realizadas em 2008 e 2009 cumprem este requisito, uma vez que as restantes emissões entretanto efectuadas (em 2011) destinaram-se a ser retidas no balanço das instituições emitente para efeitos da sua utilização como colateral nas operações de política monetária do Banco Central Europeu. Por conseguinte, os preços indicativos apresentados pelos contribuidores, na Bloomberg, para estas últimas emissões não são representativos de níveis transaccionáveis (sendo em algumas situações os preços apresentados cingiam-se aos do próprio emitente).

Assim, foi recolhido o histórico dos "Asset swap spread (Mid)" (porque as emissões realizadas são de taxa fixa) das seguintes emissões garantidas:

Emissões com garantia do Estado

Caixa Geral de Depósitos:

- ISIN: PTCG1HOM0003;

- Montante da Emissão: 1.250 M€;
- Data de emissão: 12 Dezembro 2008
- Maturidade: 12 Dezembro 2011

Banco Espírito Santo:

- ISIN: PTBEMPOE0018
- Montante da Emissão: 1.500 M€
- Data de emissão: 19 Janeiro 2009
- Maturidade: 19 Janeiro 2012

Banco Comercial Português:

- ISIN: PTBCP9OM0051;
- Montante da Emissão: 1.500 M€;
- Data de emissão: 19 Janeiro 2009
- Maturidade: 19 Janeiro 2012.

Foi criado um “Índice de Dívida com Garantia do Estado”, através da média simples dos *spreads* históricos destas três emissões. O “Índice de Dívida Sénior” *unsecured* foi construído nos mesmos moldes, tendo sido seleccionadas as emissões de dívida sénior, também de taxa fixa (para efeitos de comparabilidade com as emissões garantidas), daquelas três instituições que fossem consideradas suficientemente líquidas (em termos de montante da emissão e preços quotados na Bloomberg): tal circunstância implicou que fossem utilizadas emissões com maturidades relativamente mais longas (ainda que realizadas em 2009) face à dívida garantida:

Emissões de dívida sénior *unsecured*

Caixa Geral de Depósitos (CXGD 4.375% 05/13/2013):

- ISIN: PTCG16OM0004
- Montante da Emissão: 1.000 M€
- Data de emissão: 12 Maio 2009
- Maturidade: 13 Maio 2013

Banco Espírito Santo (BESPL 5.625% 06/05/2014):

- ISIN: PTBLMGOM0002;
- Montante da Emissão: 1.750 M€
- Data de emissão: 5 Junho 2009
- Maturidade: 5 Junho 2014

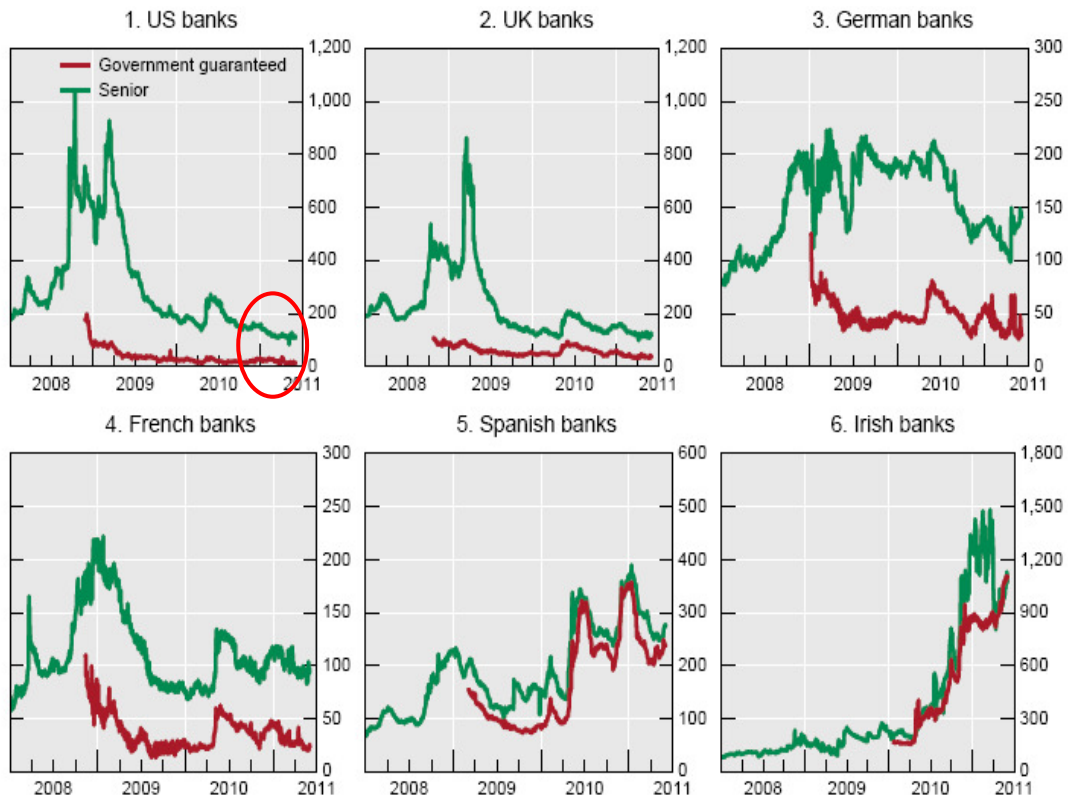
Banco Comercial Português (BCPPL 5.625% 04/23/2014):

- ISIN: PTBCLQOM0010;

- Montante da Emissão: 1.000 M€
- Data de emissão: 16 Abril 2009
- Maturidade: 23 Abril 2014

Por se considerar que os níveis de transacção mais recentes no mercado secundário não eram representativos das condições de mercado (para além de que as emissões garantidas se encontram já muito próximo da maturidade), foi aplicado um “corte” à série histórica na data de 31 de Outubro de 2011.

Gráfico A4 - Diferencial entre o custo de emissão de dívida com e sem garantia do Estado (p.b.)



Fonte: Panetta (2011: 22). A metodologia adoptada consistiu na “unweighted average of the option-adjusted spreads”. Este estudo não abrangeu o caso Português.

Tabela A4 - Agências de *rating* reconhecidas como *External Credit Assessment Institution* (ECAI) pelas respectivas autoridades de supervisão nacionais

Estado Membro	Moody's	Standard & Poor's	Fitch	Dominion Bond Rating Service (DBRS)	Japan Credit Rating (JCR)	Banque de France	Coface	ICAP	Lince	R&I
BE	X	X	X		X	X				
DE	X	X	X	X	X					
GR	X	X	X					X		
IE	X	X	X	X	X					
ES	X	X	X							
FR	X	X	X	X	X	X	X			X
IT	X	X	X						X	
LU	X	X	X		X					
NL	X	X	X	X						
AT	X	X	X	X						
PT	X	X	X				X	X		
FI	X	X	X	X						
SI	X		X							
CY	X	X	X							
MT	X	X	X							
SK	X	X	X							

Fonte: Europeia (2011:106), *Commission Staff Working Paper, Impact Assessment...*

Nota: Foram introduzidas actualizações na tabela, pela Autora, relativamente a Portugal. Com efeito, ainda que a data de referência do levantamento desta informação às autoridades de supervisão nacionais seja 13 de Julho de 2010, o Banco de Portugal havia reconhecido como ECAI - para efeitos do segmento de mercado “Empresas”, excluindo as posições em risco de curto prazo - a Coface Serviços Portugal, S.A. e, posteriormente àquela data, a ICAP Group S.A. – Business Information, Management Consultants and Business Services, quanto a notações atribuídas a empresas com sede na Grécia (nos termos da alínea d) da Instrução do Banco de Portugal n.º 10/2007, cuja redacção foi introduzida pela Instrução n.º 4/2010, publicada no BO n.º 3, de 15 de Março de 2010 e alterada pela Instrução n.º 16/2010, publicada no BO n.º 7, de 15 de Julho de 2010).

Tabela A5 - Mapeamento entre as notações de risco de longo de prazo das ECAI reconhecidas pelo Banco de Portugal e os graus da qualidade do crédito

Grau da qualidade do crédito	Fitch	Moody's	S&P	Coface	ICAP
1	AAA a AA-	Aaa a Aa3	AAA a AA-	10 a 9	-
2	A+ a A-	A1 a A3	A+ a A-	8	AA, A
3	BBB+ a BBB-	Baa1 a Baa3	BBB+ a BBB-	7 a 6	BB, B
4	BB+ a BB-	Ba1 a Ba3	BB+ a BB-	5 a 4	C, D, E
5	B+ a B-	B1 a B3	B+ a B-	3	F
6	Inferior a B-	Inferior a B3	Inferior a B-	2 a 1	G, H

Fonte: Anexo à Instrução do Banco de Portugal n.º 10/2007.

10.2 Regras de elegibilidade dos instrumentos de dívida titularizada para efeitos da sua utilização em operações de política monetária do Eurosistema

Relativamente aos instrumentos de dívida titularizada emitidos a partir de 1 de Março de 2010, o Eurosistema exige, para ambas as avaliações de crédito, uma notação de crédito na emissão de “AAA/Aaa”⁴³ e um limiar mínimo de qualidade de crédito de nível 2 da escala de notação harmonizada do Eurosistema (correspondente a “A”) até ao vencimento do instrumento. Tal limiar mínimo corresponde a uma notação mínima de “A-” na Standard & Poor’s e na Fitch Ratings, de “A3” na Moody’s e a “AL” na DBRS. No caso de instrumentos de dívida titularizada emitidos antes de 1 de Março de 2009, ambas as avaliações de crédito devem cumprir a exigência de uma notação mínima de crédito “A” até ao vencimento do instrumento (cfr. ponto 6.3.2. do Capítulo 6 da Orientação do BCE de 31 de Agosto de 2000 e o ponto VI.3.1.5.4. da Instrução do Banco de Portugal n.º 1/99). Conforme referido, tal corresponde a “A-” na escala da Standard & Poor’s e da Fitch Ratings, a “A3” na da Moody’s e a “AL” na da DBRS. No caso dos instrumentos de dívida titularizada emitidos entre 1 de Março de 2009 e 28 de Fevereiro de 2010, a primeira avaliação de crédito deve corresponder à notação de crédito de emissão de “AAA/Aaa” e a uma notação mínima de crédito de “A” até ao vencimento do instrumento, enquanto a segunda avaliação de crédito deve respeitar um referencial mínimo para a notação de crédito de “A” tanto na altura da emissão como até ao vencimento do instrumento (cfr. o ponto 6.3.2. do Capítulo 6 da Orientação do BCE de 31 de Agosto de 2000 e o ponto VI.3.1.5.5. da Instrução do Banco de Portugal n.º 1/99). As regras do ponto 6.3.2. do Capítulo 6 da Orientação do BCE de 31 de Agosto de 2000 e da Instrução do Banco de Portugal n.º 1/99 a que se aludiu anteriormente encontram-se sintetizadas no quadro seguinte:

Tabela A6 – Síntese das regras de elegibilidade dos instrumentos de dívida titularizada para elegibilidade nas operações de política monetária do Eurosistema

Data de emissão	1ª avaliação de crédito (referencial mínimo)		2ª avaliação de crédito (referencial mínimo)	
	Emissão	Vida do instrumento	Emissão	Vida do instrumento
Depois de 01.03.2010	AAA/Aaa	A-/A3/AL	AAA/Aaa	A-/A3/AL
Entre 01.03.2009 e 28.02.2010	AAA/Aaa	A-/A3/AL	A-/A3/AL	A-/A3/AL
Antes de 01.03.2009	A-/A3/AL	A-/A3/AL	A-/A3/AL	A-/A3/AL

Fonte: Autora

⁴³ Moody’s: Aaa; Standard & Poor’s: AAA; Fitch Ratings: AAA; DBRS: AAA.

Tabela A7 – Mecanismo de margens (*haircuts*) aplicado pelo Eurosistema aos activos transaccionáveis elegíveis nas operações de política monetária

Qualidade de crédito	Prazo Residual	Categorias de Liquidez									
		Categoria I		Categoria II		Categoria III		Categoria IV		Categoria V	
		Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero	Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero	Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero	Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero	Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero
Níveis 1 e 2 (AAA a A-)	Até 1 ano	0,5	0,5	1,0	1,0	1,5	1,5	6,5	6,5	16,0	
	1 a 3 anos	1,5	1,5	2,5	2,5	3,0	3,0	8,5	9,0		
	3 a 5 anos	2,5	3,0	3,5	4,0	5,0	5,5	11,0	11,5		
	5 a 7 anos	3,0	3,5	4,5	5,0	6,5	7,5	12,5	13,5		
	7 a 10 anos	4,0	4,5	5,5	6,5	8,5	9,5	14,0	15,5		
	> 10 anos	5,5	8,5	7,5	12,0	11,0	16,5	17,0	22,5		

Qualidade de crédito	Prazo Residual	Categorias de Liquidez									
		Categoria I		Categoria II		Categoria III		Categoria IV		Categoria V	
		Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero	Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero	Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero	Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero	Cupão de Taxa Fixa	Cupão Zero
Nível 3 (BBB+ a BBB-)	Até 1 ano	5,5	5,5	6,0	6,0	8,0	8,0	15,0	15,0	Não elegível	
	1 a 3 anos	6,5	6,5	10,5	11,5	18,0	19,5	27,5	29,5		
	3 a 5 anos	7,5	8,0	15,5	17,0	25,5	28,0	36,5	39,5		
	5 a 7 anos	8,0	8,5	18,0	20,5	28,0	31,5	38,5	43,0		
	7 a 10 anos	9,0	9,5	19,5	22,5	29,0	33,5	39,0	44,5		
	> 10 anos	10,5	13,5	20,0	29,0	29,5	38,0	39,5	46,0		

Fonte: Instrução do Banco de Portugal n.º 1/99, ponto VI.4.2.1.1.

Conforme decorre do ponto VI.4.2.1. da Instrução do Banco de Portugal n.º 1/99, os activos incluídos na classe de activos elegíveis transaccionáveis encontram-se agrupados em cinco diferentes categorias de liquidez, baseadas na classificação de cada activo por tipo e por emitente, conforme se apresenta em seguida:

- Categoria I: Instrumentos de dívida emitidos por administrações centrais ou por bancos centrais;
- Categoria II: Instrumentos de dívida emitidos por administrações locais/regionais, agências (classificadas como tal pelo BCE), instituições supranacionais; e obrigações garantidas do tipo Jumbo;
- Categoria III: Instrumentos de dívida emitidos por sociedades não-financeiras e outros emitentes, obrigações garantidas tradicionais e outras obrigações garantidas;
- Categoria IV: Instrumentos de dívida sem garantia emitidos por instituições de crédito e por outras sociedades financeiras que não instituições de crédito;
- Categoria V: Instrumentos de dívida titularizados.

Tabela A8 - Agências *rating* a nível mundial

1	A.M. Best Company, Inc. (US) - Insurance industry emphasis
2	Agusto & Co. Ltd. (Nigeria)
3	Ahbor Rating (Uzbekistan)
4	Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. (Peru) - Fitch Associate
5	Bank Watch Ratings S.A. (Ecuador) - Fitch Affiliate
6	BRC Investor Services S.A. (Colombia)
7	Capital Standards Rating (CSR) (Kuwait)
8	Calificadora de Riesgo, PCA (Uruguay)
9	Capital Intelligence, Ltd. (Cyprus)
10	Caribbean Information & Credit Rating Services Ltd. (CariCRIS) (Caribbean)
11	Central European Rating Agency (CERA) (Poland)
12	Chengxin International Credit Rating Co., Ltd. (China) - Moody's Affiliate
13	China Lianhe Credit Rating, Co. Ltd. (China)
14	Clasificadora de Riesgo Humphreys, Ltda. (Chile) - Moody's Affiliate
15	Class y Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo (Peru)
16	CMC International, Ltd. (Nigeria)
17	Companhia Portuguesa de Rating, SA (CPR) (Portugal)
18	Credit Analysis & Research Ltd (CARE) (India)
19	Credit-Rating: A Ukrainian rating agency (Ukraine)
20	Credit Rating Agency of Bangladesh, Ltd. (CRAB) (Bangladesh)
21	Credit Rating Information and Services, Ltd. (CRISL) (Bangladesh)
22	CRISIL, Ltd. (India) - S&P Affiliate
23	Dagong Global Credit Rating Co., Ltd. (China)
24	Demotech, Inc. (US) - Insurance industry emphasis
25	Dominion Bond Rating Service (DBRS) (Canada)
26	Duff & Phelps de Colombia, S.A., S.C.V (Colombia) - Fitch Affiliate
27	Ecuability, SA (Ecuador)
28	Egan-Jones Rating Company (US)
29	Emerging Credit Rating Ltd (ECRL) (Bangladesh)
30	Equilibrium Clasificadora de Riesgo (Peru) - Moody's Affiliate
31	European Rating Agency (ERA) (UK)
32	Feller Rate Clasificadora de Riesgo (Chile) - S&P Affiliate
33	Fitch Ratings, Ltd. (US/UK)
34	Global Credit Rating Co. (S.Africa)
35	HR Ratings de Mexico, S.A. de C.V. (Mexico)
36	Interfax Rating Agency (IRA) (Russia)
37	Investment Information and Credit Rating Agency (ICRA) (India)

- 38 Islamic International Rating Agency, B.S.C. (IIRA) (Bahrain)
- 39 Istanbul International Rating Services, Inc. (Turkey)
- 40 Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR) (Japan)
- 41 JCR Avrasya Derecelendime A.S. (Turkey) - JCR Affiliate
- 42 JCR-VIS Credit Rating Co. Ltd. (Pakistan) - JCR Affiliate
- 43 Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.S. (Turkey)
- 44 Korea Investors Service, Inc. (KIS) (Korea) - Moody's Affiliate
- 45 Korea Ratings Corporation (Korea) - Fitch Affiliate (KMCC)
- 46 Kroll Bond Rating Agency, Inc. (US)
- 47 Lanka Rating Agency, Ltd. (LRA) (Sri Lanka) - Subsidiary of RAM
- 48 Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC) (Malaysia) - Fitch Affiliate
- 49 Mikuni & Co., Ltd. (Japan)
- 50 Moody's Investors Service (US)
- 51 National Information & Credit Evaluation, Inc. (NICE) (Korea)
- 52 ONICRA Credit Rating Agency of India, Ltd. (India)
- 53 P.T. Kasnic Credit Rating Indonesia (Indonesia) - Moody's Affiliate
- 54 P.T. PEFINDO Credit Rating Indonesia (Indonesia)
- 55 Pacific Credit Rating (PCR) (Peru)
- 56 Pakistan Credit Rating Agency, Ltd. (PACRA) (Pakistan) - Fitch former affiliate
- 57 Philippine Rating Services, Corp. (PhilRatings) (Philippines)
- 58 RAM Rating Services Berhad (RAM) (Malaysia) - S&P Affiliate
- 59 Rapid Ratings International, Inc. (Australia/NZ)
- 60 Rating and Investment Information, Inc. (R&I) (Japan)
- 61 Realpoint, LLC (US)
- 62 Rus Ratings (Russia)
- 63 Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.S (Turkey)
- 64 Seoul Credit Rating & Information, Inc. (Korea) - JCR Affiliate
- 65 Shanghai Credit Information Services Co., Ltd. (China)
- 66 Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd. (China)
- 67 Slovak Rating Agency, a.s. (SRA) (Balkans) - ERA Affiliate
- 68 SME Rating Agency of India Limited (SMERA) (India)
- 69 Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. (SCRiesgo) (Costa Rica)
- 70 Standard and Poors (S&P) (US)
- 71 Taiwan Ratings, Corp. (TCR) (Taiwan) - S&P Affiliate
- 72 Thai Rating and Information Services Co., Ltd. (TRIS) (Thailand)
- 73 TheStreet.com Ratings, Inc. (US)
- 74 TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.S. (Turkey)
- 75 Veribanc, Inc. (US)

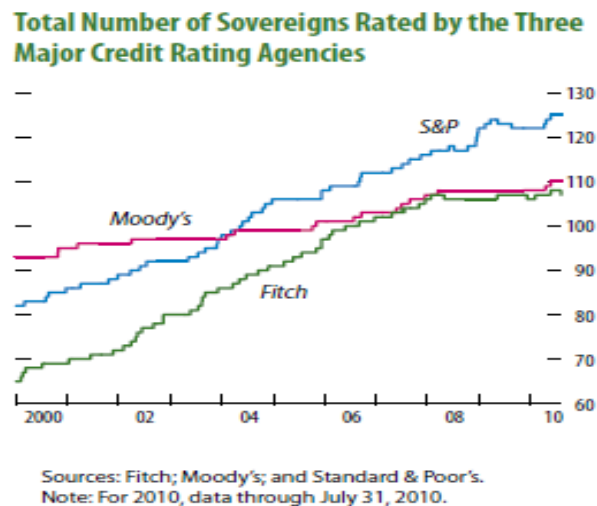
Fonte: http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm (actualizada à data de Abril de 2011).

Tabela A9 - Quota de mercado das agências de *rating* no universo de *ratings* emitidos nos EUA, nos sectores industrial e financeiro - 2009

	Industrial Corporations	Financial Institutions
Standard & Poor's	43,2%	24,0%
Moody's	32,3%	35,1%
Fitch	13,1%	33,0%
Top 3 rating agencies	88,6%	92,1%
other	11,4%	7,9%

Fonte: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/SEC_2011_1355_en.pdf (pág. 107).

Gráfico A5 - Número de notações atribuídas a soberanos pelas três principais agências de *rating* em 30 de Julho de 2010



Fonte: FMI (2010: 87)

Tabela A10 - Agências de notação de risco registadas nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009

Name of CRA	Country of residence	Registering competent authority of home Member State	Status	Effective date
Euler Hermes Rating GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	16 November 2010
Japan Credit Rating Agency Ltd	Japan	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	Certified	6 January 2011
Feri EuroRating Services AG	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	14 April 2011
Bulgarian Credit Rating Agency AD	Bulgaria	Financial Supervision Commission (FSC)	Registered	6 April 2011
Creditreform Rating AG	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	18 May 2011
PSR Rating GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	24. May 2011
ICAP Group SA	Greece	Hellenic Capital Market Commission (HCMC)	Registered	7 July 2011
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	28 July 2011
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	16 August 2011
Companhia Portuguesa de Rating, S.A. (CPR)	Portugal	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)	Registered	26 August 2011
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	United Kingdom	Financial Services Authority (FSA)	Registered	8 September 2011
DBRS Ratings Limited	United Kingdom	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011
Fitch France S.A.S.	France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	Registered	31 October 2011
Fitch Deutschland GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	31 October 2011
Fitch Italia S.p.A.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	Registered	31 October 2011
Fitch Polska S.A.	Poland	Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)	Registered	31 October 2011

Fitch Ratings España S.A.U.	Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	Registered	31 October 2011
Fitch Ratings Limited	United Kingdom	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011
Fitch Ratings CIS Limited	United Kingdom	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Cyprus	Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC)	Registered	31 October 2011
Moody's France S.A.S.	France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	Registered	31 October 2011
Moody's Deutschland GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	31 October 2011
Moody's Italia S.r.l.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	Registered	31 October 2011
Moody's Investors Service España S.A.	Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	Registered	31 October 2011
Moody's Investors Service Ltd	United Kingdom	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011
Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.	France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	Registered	31 October 2011
Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	Registered	31 October 2011
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited	United Kingdom	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011

Fonte: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7692>.