

Levantamento do uso regulatório de classificação de risco no Brasil

Novembro - 2010

1. Introdução

O Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização – COREMEC vem discutindo as questões relacionadas às agências classificadoras de risco e ao uso das classificações de risco por elas produzidas na regulamentação dos setores bancário, previdenciário, de valores mobiliários e de seguros no Brasil desde 2008.

Está cada vez mais claro para os membros do COREMEC que as agências classificadoras de risco serão objeto de regulação num futuro próximo. Ademais, em reunião realizada em 28 de setembro de 2009, o COREMEC entendeu, como ocorreu em outros mercados¹, que um passo importante, antes da discussão de qualquer proposta concreta de regulação, seria averiguar o uso de classificações de risco na regulamentação do mercado financeiro, delegando, assim, a cada um de seus membros a tarefa de verificar nas normas pertinentes do mercado financeiro sobre o qual atuam as menções às agências classificadoras de risco e às classificações de risco.

Para tanto, o trabalho será dividido em duas etapas. Primeiramente, foi feito esse levantamento na regulamentação do mercado financeiro. Na sequência, será feito o exercício de determinar que outros requisitos podem substituir as classificações de risco ou, quando não substituíveis, que salvaguardas devem acompanhar tais classificações.

Esta segunda etapa é importante porque há uma percepção de que o uso do **rating** nesse contexto pode ser interpretado como um selo de aprovação do regulador ou um endosso estatal e, de alguma maneira, encorajar os participantes do mercado a confiar excessivamente em tais classificações.

¹ Em relatório ao G7, o **Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience** (FSF) solicitou a realização de um levantamento dos usos das classificações de crédito por parte das autoridades dos setores bancário, de valores mobiliários e de seguros. O pedido também incluía uma sugestão para que as autoridades revissem suas normas e políticas de supervisão que, sem intenção, costumam dar às classificações de risco de crédito um selo oficial de aprovação, que desencoraja os investidores de exercerem sua própria diligência.

Esse “selo de aprovação” tende a ser um desincentivo à realização de uma análise própria para avaliação do risco dos papéis que recebam a classificação eleita como adequada pelo regulador, prejudicando a qualidade da gestão de risco das instituições privadas e investidores institucionais e, em última instância, aumentando o risco sistêmico.

Com efeito, os resultados desse processo beneficiariam a futura regulação das agências classificadoras de risco, pois quanto melhor o regulador compreende as características e dinâmica do mercado a ser regulado, maior a tendência de o regulador produzir normas adequadas, cuja implementação se dê sem turbulências indesejáveis no mercado.

Assim, em reunião de 4 de dezembro de 2009, o Banco Central do Brasil – BACEN, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a Secretaria de Previdência Complementar – SPC², e a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP apresentaram o resultado de seus respectivos levantamentos. Na mesma oportunidade, o COREMEC decidiu que a CVM ficaria responsável por consolidar tais resultados.

O presente relatório apresenta ao COREMEC a consolidação do levantamento feito por seus membros sobre menções a agências classificadoras de risco e a classificações de risco na regulamentação do mercado financeiro brasileiro.

2. Usos da classificação de risco no cenário internacional

Um estudo elaborado pelo **Joint Forum**³ em junho de 2009, **Stocktaking on the use of Credit Ratings**⁴, mostra que, em geral, classificações de risco são usadas nas regulamentações para 5 (cinco) propósitos principais:

- i) determinação de requisitos de capital para instituições sujeitas à regulação prudencial;

² Sucedida pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC, conforme Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009.

³ O Joint Forum é formado pelo **Basel Committee on Banking Supervision**, o **International Organization of Securities Commissions**, e o **International Association of Insurance Supervisors**.

⁴ No âmbito internacional, o levantamento envolveu as seguintes jurisdições: Alemanha, Austrália, Bélgica, Canadá, Espanha, Estados Unidos, França, Holanda, Itália, Japão, Reino Unido e Suíça.

- ii) identificação ou classificação de ativos ou instituições, normalmente associados a investimentos elegíveis ou a limite de concentração em ativos;
- iii) oferta pública de títulos resultantes de operações de securitização;
- iv) requisito de transparência; e
- v) exigência de apresentação de prospecto.

Além dos usos em que a categorização acima foi aplicada, no processo de elaboração do **Stocktaking on the use of Credit Ratings**, uma série de ocorrências aleatórias foram encontradas e tratadas individualmente.

O processo de catalogar a utilização de **ratings** nos regulamentos brasileiros registrou ocorrência das categorias listadas nos itens (ii) a (iv) acima. Assim como ocorreu em outras jurisdições, há algumas ocorrências que não se enquadravam em qualquer categoria, por isso estão agrupadas sob uma classificação genérica intitulada “outros” e serão tratadas individualmente. Cada uma dessas categorias será tratada com mais detalhe em seções subseqüentes desse relatório.

No levantamento internacional, não se identificou nenhuma jurisdição que tenha conduzido pesquisas que avaliassem o impacto do uso da classificação de risco nas diversas regulações no comportamento do investidor⁵. O Brasil também não realizou uma análise formal do impacto no comportamento do investidor do uso dos **ratings** nas normas e regulamentos emitidos pelos reguladores do mercado financeiro.

No entanto, ao opinar sobre a questão, a maioria das jurisdições entendeu que a referência a **rating** nas regulamentações pode ser interpretada como um tipo de endosso estatal. Por outro lado, uma minoria das jurisdições ouvidas acredita que, uma vez que o reconhecimento das agências de **rating** na regulamentação não está baseado na

⁵ Sobre o tema, o **Financial Stability Board (FSB)** publicou o documento **Reducing Reliance on CRA Ratings e Draft Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings**, ambos de 23 de setembro de 2010, e **FSB High-Level Working Group on Reducing Official Sector Reliance on CRA Ratings**, de 10 junho de 2010. Embora não tenha apresentado uma pesquisa formal sobre o assunto, o **FSB** avaliou o comportamento dos gestores de recursos e dos investidores institucionais face ao uso regulatório dos **ratings** externos, identificando distorções como o uso mecânico e a dependência dessas classificações em detrimento das avaliações internas do risco de crédito. Foi ainda mencionada a importância de aspectos relativos à governança para superar as distorções apontadas, destacando que cabe aos gestores seniores e aos comitês dos investidores institucionais a responsabilidade de garantir que a avaliação interna do risco de crédito seja feita e efetivamente utilizada ao longo de todo o processo de investimento.

qualidade de suas metodologias ou análises e sim em questões de conflito de interesses e controles internos, não há estímulo para que os investidores deixem de fazer suas próprias avaliações de investimento.

Parece consensual, entretanto, a ideia de que o uso dos **ratings** nas diversas regulamentações não deve ser indiscriminado. Tampouco a menção a classificações de risco em normas deve, de qualquer maneira, induzir a aparência de investimento seguro ou desestimular avaliações próprias por parte dos investidores.

Assim, convém aos membros do COREMEC visitar as menções em normas a agências classificadoras de risco e a classificações de risco e averiguar se, de alguma forma, tal uso desestimula avaliações próprias por parte dos investidores.

3. As categorias de uso de classificação de risco não encontradas no Brasil

3.1 Requisitos de capital

No âmbito internacional, o uso mais comum das classificações de risco elaboradas por agências classificadoras é na determinação de requisitos de capital de instituições sujeitas à regulação prudencial.

Isto ocorre porque o arcabouço regulatório desenhado pelo Acordo de Basileia II, na sua adoção mais tradicional (**standardised approach for credit risk**) utiliza classificações de risco externas (aquelas elaboradas por agências classificadoras de risco) para muitos propósitos, em especial, para medir a sensibilidade da metodologia da Basileia II.

No Brasil, entretanto, o Comunicado BACEN nº 12.746, de 2004, ao relatar as diretrizes para requerimento de capital, estabelecidas no Pilar 1 de Basileia II, indica que não serão utilizados **ratings** elaborados pelas agências de classificação de risco. Assim, o Banco Central optou por obrigar as instituições financeiras e as entidades assemelhadas a realizar suas próprias avaliações de risco para fins de atendimento aos requisitos de Basileia.

Essa opção regulatória feita pelo Banco Central foi um importante fator para que os problemas atribuídos às agências classificadoras de risco no âmbito internacional não tenham sido replicados, nas mesmas proporções, no cenário nacional.

Cabe ressaltar que o Comunicado BACEN nº 18.365, de 22 de abril de 2009, que trata de orientações relativas à utilização das abordagens baseadas em classificação interna de exposições segundo o risco de crédito, para fins da apuração da parcela PEPR do Patrimônio de Referência Exigido, admite o uso de classificações externas, apenas de forma subsidiária, e nunca exclusiva. Assim, tais classificações serão sempre acessórias, de modo que a base da referida abordagem continuará sendo a classificação interna das exposições, segundo o risco de crédito, feita por cada instituição financeira, conforme prevê regulamentação⁶.

Com efeito, no Brasil, a atuação e importância das agências classificadoras de risco sempre foi mais discreta porque as classificações de risco externas nunca puderam ser usadas pelas instituições financeiras e entidades assemelhadas para efeito de cálculo dos requisitos de capital.

Isso não significa, no entanto, que as classificações de risco externas não sejam utilizadas pelas instituições sujeitas à regulação prudencial em suas matrizes de avaliação de risco ou em suas decisões de investimento. Nada impede que isso ocorra, e, de fato, ocorre.

Reconhecendo esta realidade, o Banco Central, por meio do item 12, inciso II, da Carta-Circular nº 3.419, de 10 de dezembro de 2009, que trata da remessa de informações para o Sistema de Informações de Crédito com Sigla (SCR), determina que instituições reguladas que utilizem em seus processos de avaliação de risco classificação de risco atribuída por agência de classificação de risco informem ao SCR o tipo de classificação e agência que a produziu.

Vale dizer, ainda, que a SUSEP, a partir de janeiro de 2011, passará a utilizar **rating** externo como requisito de capital para fins de obtenção dos fatores de risco de crédito dos resseguradores estrangeiros – admitidos ou eventuais, quando entrará em vigor o capital adicional de risco de crédito.

⁶ O Comunicado estabelece que o Banco Central facultará às instituições de maior porte, com atuação internacional e participação significativa no Sistema Financeiro Nacional, a utilização de abordagem avançada até o final de 2011. Esta, por sua vez, admite a utilização de bases de dados externas e classificações externas de exposições segundo o risco de crédito como fonte complementar de informações nas estimativas dos parâmetros de risco, desde que seja demonstrada a compatibilidade dos dados com os fatores de risco aos quais estão sujeitas as exposições próprias. Importante mencionar que o cronograma de implementação da nova estrutura de capital – Basileia II, encontra-se previsto no Comunicado BACEN nº 16.137, de 27 de setembro de 2007.

3.2 Exigência de apresentação de prospecto

Em muitos países, sob a categoria “exigência de apresentação de prospecto” se agrupam aquelas utilizações de classificação de risco como um dos critérios para a adoção de prospecto na forma simplificada (**short form**). Em geral, nesses regimes, produtos que atinjam classificações de “grau de investimento” (**investment grade**) estão dispensados do prospecto em sua forma completa.

No Brasil, não foram encontradas ocorrências desta categoria de uso de **rating** porque não há previsão de uma forma simplificada de prospecto em nenhuma situação.⁷

4. As categorias de usos da classificação de risco encontradas no Brasil

4.1 Identificação ou classificação de ativos ou instituições

Um uso bastante comum das classificações de risco é na identificação ou classificação de ativos ou instituições. Tipicamente, esta categoria abrange aquelas situações em que um regulador permite que uma entidade regulada invista em um ativo porque ele tem uma certa classificação de risco ou estabelece limites de investimento em um grupo de ativos de acordo com sua classificação de risco.

Nesta categoria, especificamente para os efeitos do estudo no Brasil, também foram incluídas aquelas menções às classificações de risco quando o **rating** conferido a uma instituição serve para habilitá-la a exercer certas atividades.

Essa categoria de uso de **ratings** é significativa no Brasil. Há exemplos do uso de classificação de risco para eleger certos ativos ou entidades e estabelecer limites de concentração em todos os setores analisados (bancário, securitário, previdenciário e no mercado de valores mobiliários). É importante notar, pelo menos, duas características dessas ocorrências.

A primeira é em relação ao mercado bancário e securitário. Frequentemente, as regras emitidas pelo Banco Central, em normas de câmbio, tanto regulando o mercado bancário quanto o mercado securitário, utilizam classificações de risco externas para restringir a escolha de ativos e instituições localizados no exterior.

⁷ Algumas ofertas públicas destinadas exclusivamente a investidores qualificados estão dispensadas da apresentação de prospecto, mas não existem duas formas de prospectos distintas no Brasil.

Este fato, de um lado, deixa os reguladores do mercado financeiro nacional em uma posição bastante confortável, uma vez que a avaliação de risco de ativos e instituições localizados no Brasil, cuja relevância para o mercado brasileiro é muito maior que a estrangeira, não depende de avaliações feitas por agências classificadoras de risco. A avaliação de risco relativa a ativos e instituições localizados no Brasil, quando se destina a atender à regulação específica, é, de modo geral, produzida por processos internos baseados em diretrizes emanadas do Banco Central.

Esse mesmo fato, por outro lado, traz uma certa preocupação, tendo em vista a inexorável tendência de internacionalização da economia brasileira. Assim, ainda que seja uma tarefa desafiadora, é necessário pensar em como desenvolver mecanismos internos efetivos de avaliação de risco de ativos e instituições estrangeiros.

A segunda característica importante das ocorrências de classificação de risco em normas e regulamentos para identificar ou classificar ativos ou instituições é que elas se concentram no setor previdenciário. Frequentemente, neste setor, a existência de uma avaliação de risco externa é pré-requisito para o investimento em certos ativos.

Segue abaixo a descrição do uso de classificação de risco externa na categoria “identificação ou classificação de ativos ou instituições” nos regulamentos brasileiros:

i) Setor bancário

- Resolução CMN n° 2.515, de 29 de junho de 1998, alterada pela Resolução CMN n° 3.756, de 1° de julho de 2009 (arts. 1° e 3°) e a Circular n° 3.491, de 24 de março de 2010, que alterou o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais – RMCCI (Título 3, capítulo 3, seção 2, itens 7, “c” e 11) – estabelece, para fins de credenciamento junto ao BACEN de operações de crédito externo de interesse dos entes governamentais, que o credor externo – **underwriter**, no caso de emissão de títulos - deve ser instituição que tradicionalmente mantenha relações financeiras com o Brasil ou que detenha classificação de risco igual ou superior a “BBB” ou equivalente, das agências internacionais avaliadoras de risco, dentre aquelas de maior projeção; e, ainda, determina que o banco estadual, para ser autorizado a captar recursos no exterior deve deter, em pelo menos uma agência internacional avaliadora de risco, dentre aquelas de maior projeção,

classificação de risco correspondente a grau de investimento ou, ao menos, igual àquela obtida pela União, nessa mesma agência;

- Resolução CMN n° 2.828, de 30 de março de 2001, alterada pela Resolução CMN n° 3.757, de 1° de julho de 2009 (art. 2°) – determina que a agência de fomento, para captar recursos provenientes de organismos e instituições financeiras internacionais de desenvolvimento, deve deter classificação de risco correspondente a grau de investimento ou, ao menos, igual àquela obtida pela União, elaborada por uma agência internacional avaliadora de risco, dentre aquelas de maior projeção;
- Circular BACEN 3.325, de 25 de agosto de 2006, que altera o Regulamento de Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais - RMCCI – (Título 1, capítulo 14, seção 11), estabelece que as aplicações das reservas técnicas da empresa seguradora de crédito a exportação devem limitar-se, quando se tratar de aplicação em moeda estrangeira, em depósitos a prazo fixo por até 6 (seis) meses, renováveis, ou em certificados de depósito, aceites bancários e outras obrigações negociáveis emitidas ou incondicionalmente garantidas por instituições financeiras com classificação de risco (**rating**) mínima “A” (**single A**), bem como em bônus e outras obrigações negociáveis emitidas ou incondicionalmente garantidas por governos de países, entidades governamentais ou organismos multilaterais, com classificação de risco (**rating**) mínima “AA” (**double A**), se na moeda do país emissor ou “AAA” (**triple A**), se em outra moeda;
- Resolução CMN n° 3.622, de 9 de outubro de 2008, alterada pelas Resoluções CMN n° 3.633, de 3 de novembro de 2008 e n° 3.691, de 23 de março de 2009 (art. 2°) – estabelece a necessidade de **rating externo** equivalente, no mínimo, ao grau A para as garantias aceitas pelo Banco Central nas operações de empréstimo em moeda estrangeira, quando tais garantias assumem a forma de títulos soberanos denominados em dólares dos Estados Unidos, emitidos pela República Federativa do Brasil (Global Bonds) ou por outros países. Em se tratando de outros ativos denominados ou referenciados em dólares, admite-se tanto a classificação de risco nos termos da Resolução CMN n° 2.682⁸, de 21 de dezembro de 2009, como

⁸ A Resolução CMN n° 2.682, de 21 de dezembro de 1999, define critérios a serem seguidos pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central no processo de classificação das suas operações de crédito no nível de risco correspondente. Tal classificação é de

rating equivalente, no mínimo ao grau A, conferido por pelo menos uma das três maiores agências internacionais de classificação; e

- Circular BACEN nº 3.415, de 16 de outubro de 2008 (art.3º) – estabelece, entre as garantias elegíveis para operações de empréstimo em moeda estrangeira, títulos soberanos emitidos por países com classificação de risco não inferior a “A”, ou grau equivalente, atribuída por, no mínimo, duas agências de **rating**.

ii) Mercado de valores mobiliários

- Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 (arts. 93 e 94) – determina que títulos privados adquiridos por fundos de curto prazo ou “referenciados” devem ter seu emissor classificado na categoria “baixo risco de crédito” ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no país.

iii) Setor previdenciário

- Resolução CMN nº 3.790, de 24 de setembro de 2009 – Regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados e Municípios, somente podem aplicar recursos:
 - em depósitos de poupança em instituição financeira considerada pelos responsáveis pela gestão de recursos do regime próprio de previdência social, com base em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no país, como de baixo risco de crédito (art. 6º);
 - em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), se considerados como de baixo risco de crédito, com base em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no país (art. 6º); e
 - em carteira administrada ou em cotas de fundo de investimento geridos por instituição financeira considerada pelos responsáveis pela

responsabilidade da instituição detentora do crédito. Trata-se, portanto, de uma classificação interna, própria da instituição.

gestão de recursos do regime próprio de previdência social, com base em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no país, como de baixo risco de crédito (art. 19);

- Resolução CMN nº 3.792, de 24 de setembro de 2009 (art. 30) – determina que a aplicação dos recursos de fundos de pensão em títulos e valores mobiliários de renda fixa e variável seja precedida de análise de risco, que deve levar em conta a opinião atualizada expedida por agência classificadora de risco em funcionamento no país ou ser aprovada por comitê de investimento da entidade fechada de previdência complementar (EFPC).

iv) Setor securitário

- Lei complementar nº 126, de 15 de janeiro de 2007 (art.6º) - estabelece os requisitos mínimos a serem atendidos pelo ressegurador admitido ou eventual, dentre os quais se destaca a classificação de solvência por agência classificadora reconhecida pela SUSEP, com classificação igual ou superior ao mínimo estabelecido pelo CNSP;
- Resolução CNSP nº 168, de 17 de dezembro de 2007 (arts. 8, 11 e 14) - estabelece que, para fins de cadastramento, o ressegurador admitido e o ressegurador eventual devem atender requisitos mínimos, dentre estes, classificação de solvência, emitida por agência classificadora de risco reconhecida pela SUSEP, com os níveis mínimos definidos na mesma resolução. Adicionalmente, ao tratar das condições para contratação de resseguro, determina que a cedente (sociedade seguradora que contrata operação de resseguro ou o ressegurador que contrata operação de retrocessão) deve informar à SUSEP sempre que concentrar, com um único ressegurador admitido ou eventual, suas operações de resseguro ou retrocessão em percentual superior ao previsto em tabela constante da própria resolução, a qual toma por base a classificação de risco emitida pelas agências de **rating** reconhecidas. Por fim, estabelece que o ressegurador admitido deve aportar recursos a conta, em moeda estrangeira no Brasil, que garanta suas operações no País, sempre que as provisões de prêmio e sinistro, devidamente ponderadas pelos fatores calculados em função de seu **rating**, correspondentes às responsabilidades que houver

assumido junto as sociedades seguradoras e resseguradoras locais, ultrapassarem o valor estipulado na referida Resolução do CNSP;

- Circular SUSEP n° 359, de 31 de janeiro de 2008 (art. 2°) - determina como requisito para a aprovação prévia com vista a constituição de escritório ressegurador admitido pela SUSEP, a apresentação de classificação de solvência emitida por uma das agências classificadoras de risco reconhecidas pela SUSEP; e
- Resolução CMN n° 3.543, de 28 de fevereiro de 2008 (arts. 1° e 2°) - determina que os recursos garantidores das provisões técnicas de sociedade seguradora e de ressegurador local, vinculados às operações em moeda estrangeira e às reservas técnicas de seguradora de crédito à exportação, somente podem ser aplicados em certos ativos emitidos ou garantidos por: (a) instituições financeiras com **rating** mínimo “A” (**single A**), ou equivalente, concedido por agência internacional de classificação de risco; ou (b) governos de países, entidades governamentais ou organismos multilaterais, com **rating** mínimo, concedido por agência internacional de classificação de risco, “AA” (**double A**), ou equivalente, se na moeda do país emissor, ou “AAA” (**triple A**), ou equivalente, se em outra moeda. Adicionalmente, estabelece que os recursos exigidos no país para a garantia das obrigações de ressegurador admitido somente podem ser aplicados, respeitados certos limites, em (a) debêntures emitidas por sociedade anônima com **rating** mínimo, concedido por agência classificadora de risco em funcionamento no país, “A (bra)” ou equivalente; (b) obrigações emitidas por organismos multilaterais autorizados a captar recursos no Brasil, com **rating** mínimo, concedido por agência classificadora de risco localizada no país sede da instituição, “AAA” (**triple A**) ou equivalente.

4.2 Ofertas de títulos resultantes de securitização

Frequentemente, **ratings** são exigidos por regras que tratam das ofertas de produtos estruturados, tanto no âmbito nacional como estrangeiro. Em geral, exige-se que os títulos oriundos de securitizações sejam classificados por uma ou mais empresas de classificação de risco.

A razão pela qual reguladores exigem a classificação de risco externa para distribuição de títulos resultantes de securitização parece ser um reconhecimento de que

investidores têm dificuldade de avaliar a qualidade do crédito de produtos mais complexos que envolvem uma coletividade de créditos heterogênea. Para auxiliar os investidores na tomada de decisão a respeito de tais produtos, o regulador exige que um terceiro (as agências classificadoras de risco) emitam uma opinião a respeito do risco de crédito envolvido em tais operações.

No Brasil, os títulos resultantes de operações de securitização destinados a ofertas públicas são regulados pela CVM. Há potencialmente quatro produtos originados em operações de securitização: cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC; certificados de recebíveis imobiliários (CRI); certificados de recebíveis do agronegócio (CRA); e debêntures emitidas por securitizadoras lastreadas em recebíveis financeiros. No entanto, até a data de elaboração do presente relatório, somente ofertas de cotas de FIDC, de CRI e de CRA haviam sido registradas para distribuição pública.

Para os efeitos do levantamento e classificações dos usos de **ratings** pelos reguladores nacionais, foram incluídas também nesta categoria as exigências de classificação de risco para distribuição de dívidas corporativas. Há somente uma ocorrência deste tipo de exigência (Instrução CVM nº 404, de 13 de fevereiro de 2004, que dispõe sobre debêntures padronizadas), mas não foi registrada nenhuma oferta pública deste produto, até a data de elaboração do presente relatório.

Porque securitizações são instrumentos do mercado de valores mobiliários, apenas na regulação deste mercado há ocorrência deste tipo de utilização de classificação de risco. São elas:

- Resolução CMN nº 2.907, de 29 de novembro de 2001 (art. 1º) – exige a classificação do FIDC ou dos direitos creditórios e dos títulos representativos dos direitos integrantes da respectiva carteira do fundo por agência classificadora de risco em funcionamento no país;
- Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 (art. 3º) – determina que cada classe ou série de cotas dos FIDC⁹, destinada à colocação pública, seja classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país;¹⁰

⁹Dispensa o **rating** das classes ou séries de cotas de FIDC em que: (a) as cotas, ou séries de cotas, emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável; (b) o cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, subscreva termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; e (c) seja estabelecido no regulamento do fundo que na hipótese de sua posterior

- Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003 (art. 3º) – determina que os FIDC, no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, terão suas cotas classificadas por agência classificadora de risco em funcionamento no país;¹¹
- Instrução CVM nº 404, de 13 de fevereiro de 2004 (art. 3º e Anexo 1 - cláusula V, “n” - da escritura padronizada) – dispõe que a CVM pode deferir o registro de distribuição de debêntures padronizadas mediante análise simplificada dos documentos e das informações submetidas, desde que o pedido de registro, entre outras condições, venha acompanhado de relatório elaborado por agência classificadora de risco em funcionamento no país; bem como obriga a emissora a manter contratada agência classificadora de risco para atualização do relatório apresentado por ocasião da colocação das debêntures, até o vencimento; e
- Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004 (art. 7º) – dispõe que nas ofertas públicas de distribuição de CRI de valor nominal unitário inferior a R\$ 300.000,00 é obrigatório, ao menos, um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI; e, ainda, sempre que for elaborado relatório de classificação de risco, será obrigatória a sua atualização, pelo menos, a cada período de 3 meses, admitindo-se, nas ofertas e na negociação de CRI de valor nominal unitário igual ou superior a R\$ 300.000,00, que o Termo de Securitização de Créditos exclua essa obrigação.

4.3 *Requisito de transparência*

Outro possível uso das classificações de risco pela regulação é como um item de transparência. Essa exigência pode ser feita de duas formas. Algumas jurisdições exigem a divulgação dos **ratings**, bem como de suas atualizações, se eles existirem. Outras oferecem uma alternativa entre a divulgação da classificação de risco e a divulgação de certos documentos. No Brasil, há apenas usos de **rating** na regulação no primeiro modelo, ou seja, exige-se a divulgação da classificação de risco e suas atualizações, se existirem.

modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, será obrigado o prévio registro nesta CVM, nos termos do art. 2º, §2º da Instrução CVM nº 400/03, com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco ora dispensado.

¹⁰ Há menções nos arts. 34, 46 e 50.

¹¹ Há menções também nos arts. 28, 35, 46, 63 e 67.

Este tipo de uso de classificações de risco não parece estimular a confiança excessiva nas análises elaboradas por agências classificadoras de risco ou inferir qualquer tipo de aval estatal para tais classificações. Nesse contexto, os **ratings** são exigidos da mesma forma que qualquer outra informação relevante para a decisão de investimento.

As menções à classificação de risco como requisito de transparência na regulamentação do mercado financeiro nacional são as que seguem:

i) Setor bancário

- Carta-Circular BACEN nº 3.419, de 10 de dezembro de 2009 (item 12, inciso II) - determina que instituições reguladas que utilizem em seus processos de avaliação de risco classificação atribuída por agência de classificação de risco informem ao Sistema de Informações de Crédito (SCR) a classificação de risco atribuída, o tipo de classificação e a agência que a produziu.

ii) Mercado de valores mobiliários

- Instrução CVM nº 155, de 7 de agosto de 1991 (item 1.19 do Anexo 1) - exige que a classificação de risco, se existir, conste nas informações resumidas sobre a oferta pública de distribuição de notas promissórias;
- Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 – determina que o **rating**, quando existir, deve ser:
 - incluído no suplemento do prospecto apresentado no contexto do programa de distribuição (art.13);
 - apresentado quando requerido o registro de distribuição pública (Anexo II, item 10);
 - incluído no prospecto (Anexo III, item 13); e
 - incluído no prospecto de operações de securitização (Anexo III-A, itens 1.1 e 1.4).

- Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 – determina que:
 - quando houver, a identificação da agência classificadora de risco do fundo e a classificação obtida devem constar dos prospectos de fundos de investimentos (art. 40);
 - caso o administrador contrate os serviços de empresa de classificação de risco, deve apresentar, em todo material de divulgação, o grau mais recente conferido ao fundo, bem como a indicação de como obter maiores informações sobre a avaliação efetuada (art.76); e
 - na hipótese de alteração da classificação de risco do fundo, ou a rescisão do contrato com a agência de **rating**, o administrador deve divulgar imediatamente fato relevante ao mercado (art. 41).

- Instrução CVM nº 422, de 20 de setembro de 2005 (art.15 e Anexo I, item 9) – determina que o relatório da agência classificadora de risco deve acompanhar o requerimento de registro e ser incluído no prospecto das ofertas de Notas Comerciais do Agronegócio - NCA.

4.4 *Outros*

A Instrução CVM nº 409, de 2004, faz duas menções às agências classificadoras de risco e classificações de risco que não cabem em qualquer das categorias anteriores. São elas:

- se o fundo contratar agência classificadora de risco: (a) a remuneração da agência classificadora constituirá despesa do administrador; (b) o contrato deve conter cláusula obrigando a agência classificadora de risco a divulgar imediatamente, em sua página na rede mundial de computadores, e comunicar à CVM e ao administrador qualquer alteração da classificação do fundo, ou a rescisão do contrato; e (c) as informações fornecidas a agência classificadora de risco podem abranger aquelas fornecidas aos cotistas (art. 41)¹²; e

¹² Há menções também nos §§6º, 7º e 8º, que tratam da hipótese de rescisão do contrato com a agência classificadora de risco e da possibilidade da remuneração da agência constituir despesa do fundo.

- autoriza o administrador a contratar, em nome do fundo, classificação de risco por agência especializada constituída no país (art. 56).

Este tipo de menção a classificações de risco, assim como ocorre com as menções como mero requisito de transparência, não parece estimular a confiança excessiva nas análises elaboradas por agências classificadoras de risco ou inferir qualquer tipo de aval estatal em relação a tais classificações. Elas meramente regulamentam a contratação de tais agências e autorizam que os custos inerentes a tal contratação sejam atribuídos ao fundo.

5. Eliminação das menções a classificações de risco externas

Várias jurisdições têm se esforçado para eliminar esse tipo de menção a **ratings** em suas regulamentações. Esse esforço tem o intuito de diminuir o “aval estatal” às classificações de risco e estimular o mercado a desenvolver análises internas para justificar suas decisões de investimento. Em geral, tais jurisdições simplesmente eliminam o requisito. Por exemplo, em abril de 2010, a **Securities and Exchange Commission** (SEC) propôs emitir regras que eliminam os requisitos regulamentares de **ratings** para securitizações.

Contudo, a simples eliminação da menção pode não ser possível ou desejável porque, conforme exposto na introdução do presente relatório, as classificações de risco podem ser um elemento importante no processo de avaliação de ativos e instituições.

Parece que o mais óbvio dos casos em que o **rating** deve permanecer na regulamentação é quando usado como mero requisito de transparência, ou seja, quando existir, deve ser divulgado. Assim, parece desnecessário que os membros do COREMEC visitem as menções a classificação de risco indicadas na seção 4.3 deste relatório para averiguar a necessidade de eliminação ou substituição.

No entanto, em muitos casos, para evitar o efeito de “selo de aprovação” que a menção à classificação de risco pode ter no mercado, o regulador terá que visitar tais referências e decidir sobre a possível eliminação ou substituição por outros critérios mais adequados.

Assim, é necessário estudar, norma a norma, em especial aquelas identificadas nas seções 4.1 e 4.2 deste relatório, para averiguar se é possível eliminar a menção à

classificação de risco ou substituí-la por outros critérios que possam adequadamente identificar os ativos e instituições elegíveis ao cumprimento das intenções do regulador.

Quando a eliminação ou substituição não for conveniente, a possível solução seria esclarecer nos normativos que o fato de o **rating** ser utilizado no processo de tomada de decisão de investimento ou como critério de elegibilidade de um ativo ou instituição não elimina a necessidade de avaliações dos administrados a respeito dos riscos envolvidos na aquisição de ativos ou nas transações com as instituições objeto de classificação de risco.

6. Conclusões

Tendo em vista o exposto acima é possível concluir que:

- i) de maneira geral, no Brasil, a atuação e importância das agências classificadoras de risco é mais discreta que no cenário internacional, porque as classificações de risco externas nunca puderam ser usadas pelas instituições financeiras e entidades assemelhadas para efeito de cálculo dos requisitos de capital;
- ii) o uso de **ratings** externos no setor bancário, para os fins da regulação prudencial, será facultado às instituições de maior porte em função da utilização de abordagem avançada para efeitos de cálculo de requisitos de capital, embora seu uso seja admitido de forma apenas subsidiária;
- iii) no mercado securitário, porém, a SUSEP passará a utilizar **rating** externo para fins de obtenção dos fatores de risco de crédito dos resseguradores estrangeiros – admitidos ou eventuais, que serão utilizados para cálculo do capital requerido das sociedades seguradoras e resseguradores locais;
- iv) outra razão que demonstra que a importância de classificações de risco produzidas por agências especializadas pode aumentar é a tendência de internacionalização da economia brasileira e o fato de os **ratings** serem frequentemente utilizados na regulamentação para restringir a eleição de instituições ou a seleção de ativos localizados no exterior;
- v) há uma percepção de que alguns dos usos de classificações de risco em normas e regulamentos podem ser interpretados como um selo de aprovação do regulador ou um endosso estatal para o uso de **ratings** e, de alguma maneira, encorajar os

participantes do mercado a confiar excessivamente em tais classificações ou desestimular a realização de avaliações próprias;

- vi) é desejável identificar quando a menção à classificação de risco em uma norma pode gerar os efeitos nocivos descritos no item (v) e tentar eliminar tal menção, substituí-la ou cercá-la de salvaguardas que minimizem tais efeitos;
- vii) as ocorrências de classificação de risco na regulamentação brasileira podem ser divididas em 4 categorias: (a) identificação ou classificação de ativos ou instituições; (b) ofertas públicas de títulos resultantes de securitização; (c) requisito de transparência; e (d) outros;
- viii) as ocorrências de classificação de risco nas categorias (c) requisito de transparência e (d) outros não parecem causar os efeitos indesejáveis descritos no item (v) acima; e
- ix) algumas das ocorrências de classificação de risco na regulamentação brasileira nas categorias (a) identificação ou classificação de ativos ou instituições; e (b) ofertas públicas de títulos resultantes de securitização podem causar os efeitos nocivos descritos no item (v) acima e, por isso, merecem ser avaliadas.