

O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e o problema da qualidade e da necessidade das notações de risco: o caso particular da dívida soberana

[Primeira parte]

Isabel Alexandre

Mestre em Direito pela Faculdade de Direito de Lisboa.

Ana Diniz

*Licenciada em Economia pela Católica Lisbon School of Business & Economics /
Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais da Universidade Católica Portuguesa
Pós-graduada em Corporate Finance pelo INDEG/ISCTE.*

ÍNDICE

- I. INTRODUÇÃO
- II. NOTAÇÃO DE RISCO E FIGURAS AFINS
 1. DEFINIÇÕES DE NOTAÇÃO DE RISCO (*RATING*)
 2. NOTAÇÕES DE LONGO PRAZO E DE CURTO PRAZO
 3. O OBJECTO DA NOTAÇÃO (EMITENTE OU EMISSÃO).
EM PARTICULAR, NO CASO DA DÍVIDA SOBERANA
 4. ALERTAS OU PREVENÇÕES DAS AGÊNCIAS QUANTO
À UTILIZAÇÃO DAS NOTAÇÕES
 5. FORMA EXTERNA DOS *RATINGS* (ESCALAS DE NOTAÇÃO)
 6. FIGURAS AFINS DA NOTAÇÃO DE RISCO
- III. O PROCESSO DE ATRIBUIÇÃO DOS *RATINGS*
- IV. UTILIDADE E CRITÉRIOS USADOS AQUANDO
DA EMISSÃO DE *RATINGS* DE ESTADOS
 1. UTILIDADE DOS *RATINGS* EM GERAL
 2. *RATINGS* DE ESTADOS
 - 2.1. Utilidade dos *ratings* de Estados

2.2. Critérios usados aquando da emissão de *ratings* de Estados

2.2.1. A notação de risco como indicador estável.

O *outlook* e o *credit watch*

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

2.2.3. O *rating* da dívida soberana expressa em moeda local e em moeda estrangeira

2.2.4. A importância dos factores qualitativos

2.2.5. Os principais *drivers* ou factores na análise

No próximo
número

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

I. AUMENTO DO CUSTO DE FINANCIAMENTO E PERDAS DE MERCADO INCORRIDAS PELOS INVESTIDORES

2. EFEITOS SISTÉMICOS: RISCO DE CONTÁGIO ENTRE PAÍSES E MERCADOS

VI. DEPENDÊNCIA REGULAMENTAR FACE AOS *RATINGS*

I. PERSPECTIVA GERAL

2. LEGISLAÇÃO PORTUGUESA

3. A DIRECTIVA 2006/48/CE: CÁLCULO DOS REQUISITOS MÍNIMOS DOS FUNDOS PRÓPRIOS DAS INSTITUIÇÕES DE CRÉDITO

4. DEPENDÊNCIA DOS *RATINGS* NA POLÍTICA MONETÁRIA DO EUROSISTEMA: A ORIENTAÇÃO BCE/2000/7 E A INSTRUÇÃO DO BANCO DE PORTUGAL N.º I/99

4.1. Elegibilidade dos activos

4.2. Medidas de controlo de risco

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

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

1. INICIATIVAS PRÓPRIAS DAS AGÊNCIAS

2. INICIATIVAS DE ÂMBITO MUNDIAL

3. INICIATIVAS DE ÂMBITO EUROPEU

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

A articulação entre o direito comunitário e o português,
em matéria de registo das agências e de sanções

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

3.1.2. O registo das agências de notação de risco nos termos
do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e o seu
reconhecimento como ECAI

3.1.3. O registo das agências de notação de risco na CMVM,
nos termos do Regulamento da CMVM n.º 7/2000

3.1.4. 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

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

3.2. Consulta Pública da Comissão Europeia sobre
as agências de notação de risco

4. INICIATIVAS NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA

IX. BIBLIOGRAFIA

X. AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO A NÍVEL MUNDIAL

XI. AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO REGISTRADAS
NOS TERMOS DO REGULAMENTO (CE) N.º 1060/2009

I. INTRODUÇÃO

O presente estudo – que serviu de base a uma aula ministrada pelas autoras em 10 de Maio de 2011, no âmbito do XV Curso de Pós-Graduação em Direito dos Valores Mobiliários, organizado pelo Instituto dos Valores Mobiliários – 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 no 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.

É assim analisada uma das tentativas de solução – e muitas outras têm sido encetadas, como também se verá – do problema da qualidade das notações, que se prende com a questão (que não se irá desenvolver) 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 (questão a que, aliás, se alude no considerando 10 do Regulamento (CE) n.º 1060/2009).

Para além do problema da qualidade das notações, tem sido também objecto de atenção das instituições comunitárias (e não só destas) o da dependência dos intervenientes no mercado em relação às notações de risco: 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) o funcionamento do mercado (ou por im-

posição legal e regulamentar, ou pelo ascendente que possuem em relação aos que nele actuam).

E, também por ser assunto muito actual – não propriamente por ter sido objecto de especial tratamento no Regulamento (CE) n.º 1060/2009 –, analisar-se-á o particular impacto das notações de risco no preço dos valores mobiliários representativos da dívida dos Estados (a denominada dívida soberana) e, bem assim, o impacto sistémico dessas notações (em regra mais intenso do que o impacto sistémico dos *ratings* de outras entidades ou de outras emissões).

II. NOTAÇÃO DE RISCO E FIGURAS AFINS

I. DEFINIÇÕES DE NOTAÇÃO DE RISCO (*RATING*)

A notação de risco aparece definida no artigo 3.º, n.º I, 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 informação^[1], o que a diferencia, por exemplo, da classificação de créditos (*credit score*) ou dos sistemas de pontuação de crédito (*credit scoring systems*), figu-

[1] Esta actividade de transformação de informação é sublinhada por A. HASSOUNE (“Agences..”, pág. 51), que também considera residir precisamente nessa característica a garantia da confidencialidade das informações transmitidas pelos emittentes às agências.