

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

[Segunda 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

Publicado
no n.º 127

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

Publicado
neste 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

I. 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

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

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

[105] L. BARBOSA/S. COSTA
(*Determinants of sovereign...*, pág. 11)
sugerem que, em períodos de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais, tende a existir uma menor diferenciação de risco (entre emitentes).

[106] A. SY, *The systemic regulation...*, pág. 12. O Autor observa que tal situação ocorreu durante a crise asiática, altura em que os *ratings* da Indonésia, Malásia, Coreia e Tailândia diminuíram, 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.

[107] Foram desenvolvidos alguns trabalhos nesta área: veja-se, a esse respeito, A. SY, *The systemic regulation...*, pág. 12.

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 (designadamente os que possuem um *rating* elevado) e reduzir a diferenciação entre emitentes^[105], pode ser desafiado em alturas de deteriorações massivas e inesperadas dos *ratings*: como refere SY, *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 financeiros^[106].

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^[107]. 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 revisitos 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. 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 carteira^[108] (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, conseqüentemente, a ocorrência de perdas não realizadas (ou menos valias latentes) nas carteiras de investimento desses investidores: o que, no caso das instituições financeiras, poderá ter conseqüências na respectiva solvabilidade (dependendo do tratamento prudencial estabelecido pelo regulador relativamente aos instrumentos de dívida: com efeito, nuns casos haverá neutralização dos ganhos e perdas não realizados; 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 no ponto VII), que se prendem com a circunstância de o *rating* 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

[108] 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*).