

3

O Papel das agências de classificação de crédito, a classificação do risco soberano e a classificação do risco corporativo

3.1

O papel das agências de classificação crédito

As classificações de riscos feitas pelas agências de análise de riscos de crédito são indicadores públicos – descritos de forma simples – e são parâmetros amplamente utilizados por investidores na avaliação dos riscos associados aos títulos de renda fixa, auxiliando na determinação de preços e tomada de decisão de compra e venda destes títulos (soberanos ou corporativos). As classificações não são, no entanto, recomendações de compra ou venda de títulos, nem são garantia de que uma moratória não irá acontecer.

As agências de classificação de riscos de crédito fazem classificações para qualquer tipo de dívida ou obrigação relacionadas aos interesses dos investidores institucionais, como por exemplo, títulos da dívida, soberanos ou corporativos, debêntures, títulos lastreados por ativos ou hipotecas, títulos da dívida conversíveis, *medium-term-notes*, títulos derivativos etc. Não são analisadas e classificadas as ações (títulos de renda variável) emitidas pelas corporações.

As classificações de risco de crédito são indicadores de risco relativo e não buscam, portanto, prever eventos de moratória. O fato de uma empresa ser classificada como grau de investimento não significa que esta necessariamente permanecerá adimplente, mas apenas que isto tende a acontecer mais freqüentemente ao longo do tempo do que no caso das empresas de classificações inferiores. As taxas de inadimplência são sensíveis à conjuntura do período em que são calculadas, variando consideravelmente em função de ciclos econômicos mundiais e domésticos.

Segundo a *Moody's*, a taxa de *default* histórica para títulos Aaa (o mais alto nível de grau de investimento) é muito baixa. A taxa média de *default* entre 1970-2000 para títulos Aaa sobre um período de 10 anos foi de apenas 0,67%, abaixo de 1%. Entretanto, à medida que descemos na escala de *ratings* para dentro da seção de grau especulativo, a taxa de *default* aumenta

dramaticamente. Para títulos *rating* B, a probabilidade de *default* em 10 anos é de 44,57%.

O processo de classificação de risco pelas agências de análise de crédito se dá da seguinte forma:

- levantamento de informações – relatórios anuais, prospectos circulares de ofertas, memorandos de oferta, tendências de preços, volume de transações, discussões com fontes especializadas do setor – suficientes para avaliar o risco que os investidores incorrem ao possuir um determinado título;
- desenvolvimento e definição, em comitê, da classificação de crédito apropriada;
- monitoramento contínuo para determinar se o *rating* está adequado ou deve ser alterado; e
- informação ao mercado sobre a classificação.

Exemplos da utilização das classificações feitas pelas agências de análise de crédito são os grandes fundos de pensão americanos que possuem regras de gestão de ativos determinadas pelos órgãos reguladores que limitam a detenção de ativos classificados como “grau de especulação” (FMI, 1999).

Agências classificam tanto um devedor quanto uma emissão específica. A classificação de um título pode superar a classificação do emissor, caso haja garantias ou cláusulas contratuais que tornem mais seguro um determinado título do que a garantia dada pelo patrimônio geral do emissor.

Em relação à classificação de crédito, a análise pode ser feita em escala global ou em escala nacional¹. Quanto à escala global, as classificações podem ser relativas às obrigações em moeda nacional ou estrangeira. Quanto ao prazo, as classificações podem ser divididas em obrigações de longo prazo e de curto prazo, com estas designando os títulos que vencem em menos de um ano.

¹ Os *ratings* de escala nacional costumam se limitar aos emissores ativos dentro de um único mercado doméstico de capitais. Tais emissores podem ser companhias domésticas, subsidiárias ou filiais de empresas e bancos estrangeiros, ou até emissores *offshore* registrando títulos de dívida para venda dentro de um dado mercado de capitais. Em alguns mercados domésticos, os títulos podem ser oferecidos tanto na moeda local quanto na moeda estrangeira. O *rating* atribuído para a dívida denominada em moeda estrangeira inclui o risco de que a autoridade monetária soberana possa intervir de alguma forma que restrinja a conversibilidade de moeda estrangeira, restringindo, portanto, os pagamentos ou transferências de dívidas.

Em relação aos *ratings* de longo prazo, pode-se dizer que não há diferença de nomenclatura entre *ratings* de emissores e de emissões. *Ratings* de emissões são baseados nas seguintes considerações:

- probabilidade, capacidade e vontade do emissor de honrar seus compromissos financeiros de acordo com os termos definidos pela obrigação assumida.
- natureza e provisões da obrigação;
- proteção dada pela obrigação no caso de falência, reorganização e outros acordos previstos pela lei de falência ou outras leis que afetem os direitos do credor, bem como sua posição relativa às outras obrigações contraídas pelo emissor.
- as obrigações secundárias tipicamente possuem uma classificação de risco mais baixa do que as obrigações principais, de modo a refletir a prioridade menor no caso de falência, como acima mencionado (tal diferenciação se aplica quando uma entidade possui obrigações principais e subordinadas, obrigações com e sem garantia, ou obrigações de empresas operacionais e *holdings*). As dívidas que proporcionam melhores perspectivas de pagamento, tais como dívidas garantidas, são geralmente classificadas com *rating* superior ao do emissor;

Com o aumento da liquidez mundial, especialmente após a década de 90, o papel das agências de classificação de crédito aumentou. O maior número de países que recorrem ao mercado internacional de crédito, os problemas associados à dificuldade de comparação de dados macroeconômicos, bem como a complexidade e diversidade das economias desses países, tornaram a tarefa de avaliação de risco de crédito demasiadamente dispendiosa individualmente para a grande maioria dos investidores.

A tabela 1 mostra, de forma simplificada, os níveis de classificação de crédito emitidos pelas três maiores agências de *rating* do mundo. Nota-se que *Standard & Poor's* e *Fitch Ratings* adotaram praticamente a mesma nomenclatura e a *Moody's Investors Services* adota uma nomenclatura própria. As classificações se aplicam tanto para países como para corporações. No Anexo 1 deste trabalho, pode-se encontrar a definição de cada um desses níveis de classificação, baseada na escala da *Moody's*.

TABELA 1

Escala de Classificação de Risco de Longo Prazo		
Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC+
Caa2	CCC	CCC
Caa3	CCC-	CCC-
Ca	CC	CC
C	C	C
	D	DDD
		DD
		D

GRAU DE INVESTIMENTO

GRAU ESPECULATIVO

Fonte: Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings.

3.2

Risco Soberano e Risco-País

O risco soberano é o risco de crédito associado às operações de crédito concedidas aos estados soberanos. No risco soberano, as agências de análise de crédito buscam avaliar a capacidade e disposição de um governo honrar integralmente a sua dívida nos prazos e condições acordados com os credores quando da contratação do empréstimo.

Estudos de inadimplência indicam que os *ratings* soberanos apresentam mais estabilidade que os *ratings* corporativos em quase todas as categorias de *ratings*. O número de casos de inadimplência por parte de governos soberanos avaliados tem sido menor que os registrados no setor corporativo, na maioria das categorias de *ratings*. No entanto, essas comparações são afetadas pela pequena amostra de casos de inadimplência de governos soberanos. Espera-se

que, com o tempo, o grau de estabilidade dos *ratings* soberanos e a probabilidade de inadimplência se aproximem dos índices corporativos, à medida que aumenta a amostra de governos soberanos (*Standard & Poor's*).

As classificações soberanas referem-se somente à capacidade e disposição de o governo central honrar suas dívidas com credores privados. Essas classificações são, portanto, uma estimativa do risco soberano e não se referem aos créditos bilaterais e de instituições multilaterais como o Banco Mundial e o FMI (Bathia, 2002) ou diretamente à probabilidade de inadimplência dos governos estaduais, empresas estatais ou privadas.

Essa definição se faz importante, pois, embora fortemente relacionados, existem diferenças entre o risco soberano e o risco-país.

O risco-país é um conceito mais abrangente que se reporta, para além do risco soberano, ao risco de inadimplência dos demais credores residentes em um país associado a fatores que podem estar sob o controle do governo, mas não estão sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos (Claessens e Embrechts, 2002).

Portanto, o risco-país diz respeito a todos os ativos financeiros do país, o que gera uma carga compensatória de prêmio de retorno por eles oferecido. Isso quer dizer que uma moratória da dívida soberana tende a exercer um impacto negativo sobre os demais fluxos de capital para o país, afetando também dívidas externas privadas. Um outro exemplo seria o risco de conversibilidade ou transferência de divisas decorrentes do fato de os controles de capitais serem subitamente estabelecidos pelo Estado soberano, o que afetaria a capacidade das empresas privadas de honrar seus compromissos no exterior.

O *rating* soberano e o risco-país aplicados aos demais títulos de um país são importantes porque, além de determinarem a extensão da clientela possível para sua compra, afetam diretamente os preços dos ativos. O rendimento diferencial dos ativos com risco em relação aos ativos considerados sem risco é determinado pelas condições gerais de liquidez, pelo grau de aversão a riscos por parte dos aplicadores de recursos e pelo risco particular que estes atribuem a cada ativo. A assimetria de informações, quando não atenuada, intensifica a aversão a riscos. Quando os *ratings* das agências são usados como referência para aproximação ao risco de crédito, tendem a refletir-se nos preços dos ativos e nos prêmios cobrados pelos riscos. (Canuto e Santos, 2003)

Uma forma usual para expressar quantitativamente o risco-país é por meio do excesso de rendimento (prêmio de risco ou *spread*) dos títulos soberanos emitidos em moeda estrangeira em relação a um instrumento livre de risco de

características semelhantes de prazo e denominação. *A priori*, quanto maior o risco menor a capacidade de um país atrair capital estrangeiro. Como consequência, maior é o prêmio que os instrumentos de dívida devem remunerar os investidores para compensá-los por assumir esse risco.

O indicador de mercado mais difundido no que diz respeito a prêmios de risco em títulos de economias emergentes é o EMBI+ do J.P. Morgan². Esse índice é composto por uma cesta de títulos denominados em moeda estrangeira emitidos pelos governos centrais de diversos países emergentes e que são negociados em mercados secundários (basicamente *Brady bonds*, *Eurobonds* e outros títulos de dívida emitidos por governos centrais). O J.P. Morgan divulga os níveis do índice e as margens soberanas (*sovereign spreads*). O índice representa uma média ponderada, pelo volume negociado no mercado secundário, dos preços dos papéis que compõem a cesta; a margem soberana é dada pela diferença entre os rendimentos dos títulos governamentais e os títulos do Tesouro dos Estados Unidos com características semelhantes, considerados de risco zero. O EMBI+ pode ser decomposto em subíndices, um para cada país. A margem soberana desses subíndices é usualmente referida como risco-país. Para pertencer ao índice um país precisa ser classificado com Baa1/BBB+ ou abaixo disso pelas agências de classificação de crédito, *Moody's* e *Standard & Poor's*.

Uma das razões para eventuais desacordos entre as avaliações de risco do mercado e das agências de classificação de risco de crédito é que a margem é extraída dos preços de ativos sujeitos a forças de oferta e demanda que são, por sua vez, influenciadas por diversos fatores que vão além das variações na percepção de riscos. Influenciam nesse contexto as alterações de humor quanto à confiança dos investidores na qualidade de informações e nos parâmetros mais gerais de cálculo, o estado de sua aversão a riscos, a liquidez colocada pelas políticas monetárias de economias desenvolvidas e outros fatores de curto prazo. Em contraste com a perspectiva mais estável e de maior alcance temporal buscada nas classificações de riscos, os índices de preços de mercado são sensíveis a eventos conjunturais, de curto prazo, o que lhes leva a flutuações gerais ou específicas a países.

Desta maneira, os *spreads* acabam refletindo não apenas a capacidade de solvência de um país, mas também as condições de liquidez sob as quais os títulos estão sendo negociados.

² J.P.Morgan *Emerging Markets Bond Index Plus*

As agências de classificação de risco de crédito podem conferir diferentes classificações de riscos entre elas. Nos casos de grau especulativo, *Moody's* e *Standard & Poor's*, por exemplo, conferem classificações de riscos diferentes mais frequentemente para as dívidas soberanas do que para as dívidas corporativas. Esse desacordo na classificação de risco pode ocorrer tanto pela relativa inexperiência das agências em conferir classificação de risco para países como pela dificuldade em acessar as condições políticas e econômicas que afetam a credibilidade dos países analisados. O mercado de classificação de riscos soberanos voltou a se desenvolver no fim da década de 1980 e início de 1990 quando países com capacidade de solvência limitada encontraram condições de mercado favoráveis para captações internacionais.³

3.3

Risco de crédito corporativo

O diferencial mais importante entre o emissor governo federal (*sovereign risk*) e um tomador de recursos do setor privado (*corporate risk*) é a menor probabilidade relativa de inadimplência do primeiro.

Não obstante, de um modo geral, os governos em grau de especulação enfrentam um custo mais elevado de captação de recursos no mercado internacional em relação aos governos grau de investimento. Isso tem reflexos diretos sobre o custo de financiamento externo do setor privado, pois o risco-país, bem como a classificação soberana, são parâmetros importantes na determinação dos custos de captações externas dos residentes de um país.

Em princípio, a classificação de risco soberano deveria ser um teto para os demais credores de um país. No entanto, o teto pode ser ultrapassado em situações especiais, quando as agências entendem que determinados devedores estão menos vulneráveis aos riscos de convertibilidade e de transferência de recursos.⁴

³ Na verdade, a *Moody's* já fazia classificação de risco soberano desde 1919. O mercado de *bonds* internacionais foi muito ativo no início do século XX, com a *Moody's* concedendo *ratings* para mais de 50 governos centrais. No entanto, com o evento da Grande Depressão e depois com a 2ª Guerra Mundial, o mercado de *bonds* internacionais diminuiu consideravelmente. Esse mercado ressurgiu em 1970, no entanto, a demanda por *ratings* soberanos ainda era pequena.

⁴ A *Moody's* a partir de 2001 flexibilizou a sua política de teto soberano, tendo em vista episódios recentes da moratória da dívida externa do Paquistão, Equador, Rússia e Ucrânia, quando os governos permitiram pagamentos em moeda estrangeira de algumas classes privilegiadas de devedores. Estes foram tipicamente companhias grandes e importantes que se financiavam extensivamente nos mercados internacionais e cujo cumprimento de obrigações, caso impedido, poderia agravar ainda mais a situação econômica desses países (*Moody's*, 2001)

Segundo as agências, são cinco os fatores avaliados que poderão levar à classificação de uma empresa para além do teto soberano:

1. a probabilidade de moratória generalizada no caso de inadimplência do governo central;
2. valor da dívida, levando-se em conta as garantias;
3. condições de acesso às divisas através da exportação, regular e em larga escala, ativos no exterior, proprietário estrangeiro ou outras fontes de apoio externo;
4. integração com as redes de produção global e de suprimento;
5. e importância para economia nacional e para os mercados de capitais nacionais.

Inclui-se o risco soberano na análise da qualidade de crédito do setor privado porque os amplos e exclusivos poderes e recursos de cada governo soberano nacional afetam o ambiente financeiro e operacional das entidades sob sua jurisdição. A experiência demonstra que as inadimplências por parte de tomadores de empréstimos antes considerados com boa qualidade creditícia podem ser derivadas diretamente da imposição de controles cambiais que impeçam o serviço da dívida.

No caso da dívida em moeda estrangeira, o governo soberano é o primeiro a ter direito sobre as divisas disponíveis e a controlar a capacidade de seus residentes para obter recursos para pagar seus credores. Como resultado, o *rating* de crédito de um tomador de recursos internacional é, na maioria das vezes, igual ou menor que o *rating* soberano de seu país de domicílio. Além disso, conforme a comunidade internacional considera diversos planos de insolvência soberana que possam incluir a imposição de controles cambiais, é provável que o escopo para a atribuição de *ratings* mais elevados de interferência soberana (menor risco de interferência) continue limitado.

Por outro lado, não é muito provável que os governos soberanos interfiram diretamente no serviço da dívida do setor privado, nos casos em que o acesso à moeda estrangeira não esteja envolvido. Como resultado, é muito maior a possibilidade de que uma entidade do setor privado receba um *rating* em moeda local superior àquele do governo soberano. Os *ratings* em moeda local do setor privado se referem à disposição e à capacidade das entidades para honrar pontual e completamente o serviço de suas dívidas na ausência de controles

cambiais. No entanto, o risco indireto do governo soberano continua sendo uma consideração importante, porque quando um governo soberano enfrenta dificuldades ou está inadimplente, as condições econômicas e de negócios tendem a ser bastante hostis para todas as entidades; muito provavelmente a economia estará se retraindo, a moeda se desvalorizando, os impostos em alta, os serviços públicos se deteriorando, a inflação aumentando e as taxas de juros em alta acelerada. Nas situações mais difíceis, os depósitos bancários poderão ser congelados. Assim, apenas as empresas com excepcionais flexibilidades financeira e operacional, que reduzam esse risco, têm a probabilidade de receber um *rating* mais elevado que o do governo soberano.