

Informação dos investidores: classificação de riscos, contabilidade e conflitos de interesses

Maryse Farhi

Doutora em Economia pelo Instituto de Economia da Unicamp, Pesquisadora do projeto FAPESP do Instituto de Economia da Unicamp.

Marcos Antonio Macedo Cintra

Doutor em Economia pelo Instituto de Economia da Unicamp, Pesquisador da Fundap.

Resumo

O artigo procura discutir o acesso dos investidores às informações relevantes para suas tomadas de decisão. Inicialmente, enfoca o papel dos sistemas de classificação de risco de crédito concedidos por agências especializadas e descreve o processo de surgimento e de expansão dessas agências. O comportamento eminentemente pró-cíclico das classificações emitidas por essas empresas se evidencia nas crises dos países do Sudeste Asiático, da Rússia e do Brasil, bem como no processo de desvalorização das Bolsas americanas. Conflitos de interesses entre as recomendações dos analistas de valores, as empresas de auditorias e as classificações atribuídas pelas agências e problemas nos balanços das corporações tendem a suscitar a desconfiança dos investidores e a desencadear um reforço dos mecanismos de regulamentação e supervisão em detrimento dos de auto-regulação.

Palavras-chave

Agências de Classificação de Risco de Crédito; empresas de contabilidade; transparência de informações.

Abstract

This paper is an attempt to discuss the mechanisms of access to relevant information for decision-making by investors. It focuses on the role played by credit rating systems determined by specialized agencies and it describes the emergence and the expansion of credit rating agencies. The inherently pro-cyclic behavior of ratings issued by these agencies is shown in the crises in Asian Southeast, Russia, and Brazil as well as in the devaluation process of US stock exchange. Conflicts of interests on recommendations by financial analysts, auditing companies, ratings by these agencies and problems on balances of corporations tend to reinforce regulation and supervision mechanisms in detriment to auto-regulating ones.

Os originais deste artigo foram recebidos por esta Editoria em 25.06.02.

Diante da predominância quase absoluta do sistema financeiro baseado nos mercados, impõe-se a necessidade de analisar e avaliar o acesso dos investidores às informações essenciais para suas tomadas de decisão, bem como as eventuais repercussões micro e macroeconômicas dos mecanismos disponíveis para tal acesso. O artigo está organizado em três partes. Na primeira, descreve-se o processo de surgimento e de expansão das Agências de Classificação de Risco de Crédito. Na segunda parte, analisa-se o comportamento eminentemente pró-cíclico das notas (*ratings*) atribuídas por essas empresas durante a crise dos países do Sudeste Asiático, da Rússia e do Brasil, bem como no processo de desvalorização das Bolsas de Valores americanas. Finalmente, na terceira parte, discute-se o papel dos analistas de valores e das empresas de auditorias nos conflitos de interesses revelados, bem como da maquiagem contábil dos balanços das corporações, e apontam-se previsíveis reforços na regulamentação e na supervisão dessas áreas, em detrimento dos mecanismos de auto-regulação até agora prevalentes.

1 - O surgimento e a expansão das Agências de Classificação de Risco de Crédito

Na finança internacional contemporânea, dominada por um sistema liderado pelos mercados (*market led finance*), a necessidade de informação dos agentes ampliou-se consideravelmente. O acesso generalizado à informação — em particular, a que permite avaliar a higidez financeira e os riscos de crédito de empresas, bancos e países — passou a desempenhar um papel essencial. Em princípio, o acesso amplo à informação permitiria que todos os agentes dos mercados financeiros tomassem suas decisões operacionais com base nos mesmos elementos. Nessa perspectiva, a assimetria de informações — quando apenas parte dos agentes dispõem de informações relevantes — distorceria o bom funcionamento dos mercados. Contudo a assimetria de informações está presente quando entram em cena empresas que necessitam captar novos recursos, ou quando são lançados novos projetos de investimentos. Os agentes superavitários desejam ter acesso aos numerosos fatores que podem influenciar a taxa de retorno das empresas e dos investimentos, bem como dos riscos associados. Mas, evidentemente, os gestores das empresas ou dos empreendimentos dispõem de informações muito mais abrangentes (Andersen, 1983-1984). No contexto internacional, essa assimetria de informações torna-se ainda mais aguda em consequência das diferenças nas normas estatísticas, contábeis e de legislação.

Diante disso, diversos mecanismos foram sendo estabelecidos para garantir que informações pertinentes fossem, concomitantemente, de amplo

conhecimento. De modo geral, tais mecanismos podem ser divididos em duas dimensões: por um lado, os relativos às normas legais de regulamentação e de supervisão das instituições financeiras e às relacionadas à proteção dos investidores; por outro lado, os decorrentes de soluções de mercado ou de medidas de auto-regulação. Para as empresas de capital aberto, as normas legais consistem em: parâmetros contábeis definidos; exigência de divulgação de balanços periódicos (trimestrais), endossados por firmas de auditoria externas; obrigação de divulgação pública de fatos relevantes, etc. Cabe ressaltar que as normas contábeis e os balanços periódicos estão sujeitos às legislações nacionais, podendo variar bastante entre si. No caso das instituições financeiras, a regulamentação determina normas contábeis específicas, destinadas a aumentar a transparência de seus ativos, passivos e compromissos futuros. Ademais, procura-se reduzir as vantagens das instituições financeiras em matéria de informações sobre a real situação financeira de seus clientes, ao estabelecer uma separação entre as suas atividades comerciais e a área de gestão de recursos de terceiros. Essa barreira, denominada “muralha da China”, foi igualmente concebida de forma a impedir conflitos de interesses entre as aplicações das tesourarias e as efetuadas por conta de clientes ou dos fundos mútuos de investimentos. No que concerne aos países, embora a divulgação de estatísticas permanentes seja praticamente obrigatória, observa-se uma divergência muito grande na metodologia de coleta, na abrangência e na confiabilidade dos dados.¹ Na prática, somente as instituições financeiras ou os grandes participantes dos mercados poderiam processar essas informações a contento, devido ao alto custo envolvido.

Para suprir tais “falhas de mercado”, foram sendo criadas empresas privadas com o objetivo específico de processar informações e fornecer avaliações da higidez financeira das empresas e, posteriormente, dos países, que buscavam obter recursos nos mercados financeiros. A criação dessas empresas foi um clássico exemplo da evolução de instituições de mercado para lidar com a assimetria de informações, na ausência de regulamentação específica do Governo ou das instituições de supervisão dos mercados. Essas empresas

¹ Deve-se salientar que o Fundo Monetário Internacional (FMI) criou, no final dos anos 90, os Padrões de Disseminação de Dados Especiais, o Código de Boas Práticas em Transparência Fiscal e o Código de Boas Práticas em Política Monetária e Financeira, a fim de aperfeiçoar a capacidade internacional de monitorar as políticas macroeconômicas domésticas, sobretudo no que se refere ao sistema financeiro e às políticas monetária, fiscal e cambial dos países em desenvolvimento. O Fundo está aperfeiçoando as formas de divulgação — no seu boletim na *internet* — do desempenho comparativo dos diferentes países aos padrões preestabelecidos (Práticas dos Países — Relatórios Experimentais na Observância dos Padrões e Normas). Iniciou, também, a elaboração de um Programa de Avaliação do Setor Financeiro, que pretende analisar a estabilidade desse setor em cada país, a partir de códigos e normas pertinentes.

(*Credit Rating Agencies*) passaram a fornecer classificações de riscos de crédito², destinadas a facilitar o processo de tomada de decisões operacionais dos agentes. Isto porque as agências, ao quantificarem os riscos de crédito e emitirem indicadores comparativos dos riscos relativos a um universo de títulos de dívida, podem facilitar a precificação dos ativos e estimar suas taxas de retorno. As publicações, independentes ou provenientes de intermediários financeiros, de análises de empresas de capital aberto e de títulos de crédito de países e empresas também devem ser consideradas instrumentais nas tentativas de facilitar o acesso dos investidores às informações pertinentes e, portanto, reduzir as assimetrias de informações.

A função das agências de classificação de risco é, portanto, montar parâmetros para a classificação de riscos de diferentes agentes emissores de *securities* (títulos de dívida e ações), mediante a avaliação da capacidade creditícia desses demandantes de recursos. A remuneração oferecida para cada instrumento lançado no mercado é estabelecida a partir dessa classificação. As classificações realizadas pela Standard & Poor's e pela Moody's são as mais conhecidas modalidades de classificação de risco de crédito (Quadro 1). As avaliações fundamentam-se em fatores quantitativos e qualitativos, na análise dos balanços e dos fluxos de caixa esperados durante o período de resgate dos títulos de dívidas, na posição do emissor no contexto global, na estrutura organizacional do emissor, etc. As agências não fornecem garantias contra perdas, apenas um espectro comparativo de avaliação de risco, que os investidores podem utilizar para monitorar as perdas potenciais das suas carteiras de investimento. Do ponto de vista do investidor, as classificações de risco desempenham um papel relevante no processo de estabelecimento do rendimento esperado dos títulos ou prêmio de risco que devem demandar a fim de compensar investimentos mais arriscados. Fica evidente que no mercado de *securities* a absorção das perdas é transferida aos investidores: um rendimento mais elevado procura compensar um risco maior.

Atualmente, as agências de classificação de riscos são muito concentradas devido à elevada economia de escala no processamento de dados para atribuição das classificações e à reputação necessária para se expandir no ramo. Em escala internacional, só existem três agências significativas de classificação de riscos, criadas no início do século XX. A Moody's Investors Service publicou sua primeira lista de *ratings* em 1909; a Standard & Poor's surgiu em 1923; e a Fitch-IBCA resultou da aquisição, em 1997, de uma agência americana, criada em 1922 por uma inglesa.

² O risco de crédito resulta da possibilidade de que uma (ou mais de uma) das contrapartes não cumpra(m) suas obrigações contratuais, ocasionando perdas do principal para o(s) parceiro(s).

Quadro 1

Regras de classificação de títulos

CLASSIFICAÇÃO DE TÍTULOS	MOODY'S (1)	STANDARD & POOR'S (2)	FITCH-IBCA	NOTAS
Qualidade superior, títulos de excepcional qualidade	Aaa	AAA	AAA	24
Alta qualidade	Aa1	AA+	AA+	23
	Aa2	AA	AA	22
	Aa3	AA-	AA-	21
Classificação média alta	A1	A+	A+	20
	A2	A	A	19
	A3	A-	A-	18
Classificação média	Baa1	BBB+	BBB+	17
	Baa2	BBB	BBB	16
	Baa3	BBB-	BBB-	15
Predominantemente especulativo	Ba1	BB+	BB+	14
	Ba2	BB	BB	13
	Ba3	(3)B+	(3)BB-	12
Especulativo, baixa classificação	(3)B1	(3)B+	(3)B+	11
	B2	B	B	10
	B3	B-	B-	9
Inadimplência próxima	Caa1	CCC+	CCC+	8
	Caa2	CCC	CCC	7
	Caa3	CCC-	CCC-	6
Altamente especulativo	Ca	CC	CC	5
Menor qualidade, sem interesse	C	C	C	4
Inadimplente, em atraso, valor questionável		D	DDD	3
		DD	DD	2
			D	1

FONTE: BEERS, David T. **Sovereign defaults in 1998: a turning point?**, sovereign ratings Service. New York: Standard & Poor's, Nov. 1998.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Emerging markets in the new financial system: nonstandard responses to external pressure and the role of the major Credit Rating Agencies in global financial markets. **Economic Outlook**. Washington, D.C.: IMF, 1999.

KURNIAWAN, Pram. **DCR examines credit lessons from the Asian currency crisis**; Special Report – International. New York: Duff & Phelps Credit Rating, 1999.

NOTA: De maneira geral, as agências costumam classificar como *investment grade* as notas maiores ou iguais a 15 e como *non-investment grade* as notas menores ou iguais a 14.

(1) A Moody's utiliza os modificadores numéricos 1 (mais alto), 2 e 3 na faixa de Aa1 até Caa3.

(2) A Standard & Poor's e a Fitch utilizam os sinais + ou - para alterar algumas classificações.

(3) Respectivas classificações do risco soberano brasileiro em fevereiro de 2002.

Inicialmente, o rendimento dessas empresas privadas provinha da venda de suas publicações, que continham as classificações de riscos que atribuíam. Mas, com o aumento do número de empresas e de países que buscavam a atribuição de *ratings*, essa fonte de rendimentos mostrou-se insuficiente. As agências passaram a cobrar por seus serviços das empresas, das instituições financeiras e dos países que as contratavam para serem avaliados com o objetivo de facilitar a captação de recursos e/ou a atuação nos mercados financeiros.³ As notas atribuídas pelas distintas agências às empresas não costumam divergir muito entre si, e as mudanças de avaliações tendem a ser razoavelmente concomitantes (Cantor; Parker, 1997). O mesmo não se pode afirmar das classificações atribuídas aos países. Cantor e Parker (1995) defendem que

“(...) as dificuldades de avaliar os riscos soberanos levaram a discordâncias entre as agências classificadoras e a controvérsias públicas sobre *ratings* específicos. Reconhecendo essas dificuldades, os mercados financeiros têm mostrado um certo ceticismo em relação às classificações de riscos soberanos no momento de precificar emissões. As classificações de riscos implícitas nos rendimentos de títulos de dívidas soberanas divergem, freqüentemente, da estabelecida pelas agências. Assim, embora os *ratings* tenham se tornado um pré-requisito para a aceitação de uma emissão no mercado internacional de bônus, sua influência nos rendimentos de mercados específicos é mais limitada”.

Em outro mecanismo de mercado, destinado a facilitar o acesso às informações e a suprir as deficiências das agências de *rating*, o banco JP Morgan Chase passou a divulgar, em tempo real, um índice dos Riscos-País das economias emergentes. A composição desse índice é definida através da participação proporcional de cada país e pode variar no tempo. Ele é calculado por uma média dos prêmios de risco sobre os papéis do Tesouro americano implícitos nos preços dos títulos das dívidas soberanas negociados nos mercados secundários internacionais. Embora não tenha o aspecto quase institucional dos *ratings* concedidos pelas agências, o índice de Risco-País EMBI+ (Emerging Market Bonds Index) é um espelho mais fiel das expectativas dos participantes dos mercados financeiros e um indicador mais preciso do custo provável de uma nova emissão. É em relação à sua composição que os analistas de mercados emergentes elaboram suas recomendações, atribuindo um peso maior, ou menor, do que o índice para tal e qual país.

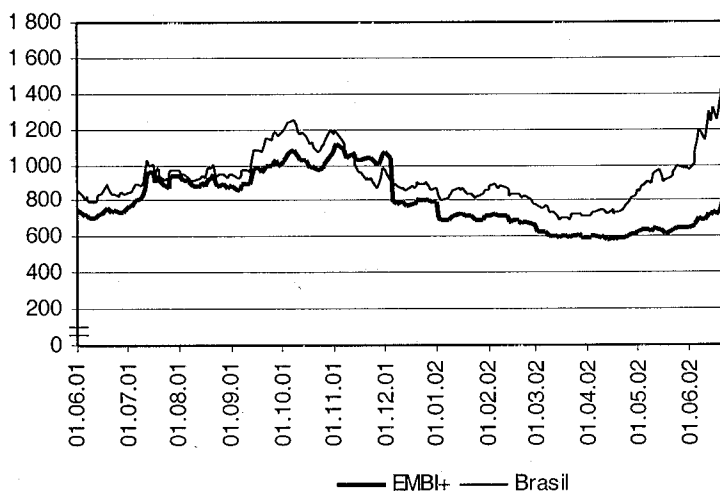
Por ser calculado com base em parâmetros de mercado, o índice do JP Morgan Chase é extremamente volátil. Em diversas ocasiões, seu

³ A título de exemplo, indica-se que a Moody's cobra para classificar uma emissão a taxa de 0,0325% do valor dos novos títulos de dívida vendidos (Moody's..., 2002).

descolamento dos *ratings* atribuídos pelas agências é significativo, representando expectativas mais otimistas ou mais pessimistas. Assim, esse índice calculado para o Brasil, após ter se situado em 1.200 pontos-base acima do rendimento dos títulos do Tesouro americano de mesmo prazo, durante o segundo e o terceiro trimestres de 2001, refletindo o temor de contágio da crise argentina, teve queda paulatina até março de 2002, quando o Risco-País do Brasil voltou a situar-se abaixo dos 700 pontos, devido à constatação de que os fundamentos da economia brasileira a diferenciavam claramente da Argentina. A partir de então, o Risco-País do Brasil sofreu nova elevação, até atingir os 1.700 pontos em junho, em função das incertezas eleitorais e de dúvidas sobre a sustentabilidade da trajetória das dívidas públicas interna e externa (Gráfico 1). Todavia as classificações atribuídas ao país pelas agências de risco somente foram alteradas em 20 de junho de 2002, quando a Fitch-IBCA e a Standard & Poor's rebaixaram a nota do Brasil.

Gráfico 1

Spread de risco segundo o Indicador
JP Morgan — jun./01-jun./02



FONTE: JP Morgan Chase.

O sistema de classificação de risco de crédito, praticado por agências independentes, foi introduzido no mercado de bônus americano por John Moody, em 1909 (Young, 1993). Porém atingiu uma participação importante somente após a Grande Depressão dos anos 30, quando o governo americano instituiu normas restritivas de aplicações de recursos para alguns investidores. Os fundos públicos de pensão e as companhias de seguro não poderiam investir em títulos abaixo do nível considerado “prudente” (*investment grade*). Nas décadas de 70 e 80, a procura por classificação de riscos de empresas seguiu uma trajetória fortemente ascendente. A partir da década de 70, a classificação de riscos aumentou em função da intensificação do processo de captação de recursos pelas empresas mediante a emissão de títulos (bônus, *commercial papers*, notas, etc.). Para obter recursos diretamente nos mercados financeiros, através de lançamento de títulos de crédito, as empresas sentiram uma necessidade cada vez maior de obter uma classificação de risco de crédito junto às agências independentes especializadas. Esse processo de emissão direta de dívida ficou conhecido como securitização⁴. Já na década de 80, essa procura se expandiu devido a vários fatores: o crescimento dos mercados de derivativos de balcão, em particular dos *swaps*; o surgimento de negociação secundária de títulos da dívida pública de países lançados nos mercados internacionais; o crescimento do mercado de *junk bonds* (*speculative-grade market*); a crise nos investimentos imobiliários para fins comerciais; e os processos de tomada de controle acionário hostil (*takeovers*).

A imensa expansão dos contratos de troca (*swaps*)⁵ representou uma das grandes inovações financeiras no plano internacional. No final da década de 70, as operações de *swaps* restringiam-se a algumas operações entre bancos centrais, envolvendo, principalmente, trocas de divisas ou de metais preciosos contra moedas. Em 2000, perto de 40% do total das emissões internacionais de títulos estavam vinculadas a alguma forma de contrato de troca (*swap*), que se tornou um instrumento costumeiro da gestão financeira, tanto das instituições

⁴ Na verdade, o processo de securitização das dívidas resultou de um duplo movimento: de um lado, os credores líquidos procuravam evitar os passivos bancários e, de outro lado, os devedores buscavam os mercados de capitais como alternativa mais barata de endividamento e capitalização. Como resultado, os bancos transformam ativos não negociáveis em títulos negociáveis no mercado. Para maiores informações, ver Cintra (1997).

⁵ Por definição, um *swap* é um contrato de troca entre duas partes que se comprometem a intercambiar entre si ativos ou fluxos financeiros num prazo predeterminado. Há dois tipos básicos de *swaps*. O primeiro é o *swap* de juros, que envolve a troca de fluxos financeiros expressos na mesma divisa. O segundo é o *swap* de câmbio ou de divisas, expresso em moedas diferentes. Ambos apresentam riscos de crédito, embora, no primeiro caso, esse risco seja restrito ao fluxo financeiro, enquanto, no segundo, o risco abrange o principal da operação. Para uma mais ampla discussão do funcionamento dos mercados de *swaps*, ver Farhi (1998) e Farhi (1999).

financeiras quanto das grandes e médias corporações. Todavia esse crescimento somente foi possível devido à forte expansão dos sistemas de classificação de riscos de crédito. Era necessário que os ativos subjacentes aos contratos de troca (*swaps*) fossem passíveis de gradação entre os diferentes títulos e homogêneos e fungíveis no interior de cada categoria. O *rating* de crédito tornou os títulos das empresas com o mesmo nível de risco intercambiáveis e permitiu que se estabelecessem taxas diferenciadas entre as diferentes classificações, explicitando a taxa de risco embutida em cada uma delas. A partir daí, os contratos de troca (*swaps*) entre títulos de empresas com a mesma ou distintas classificações de risco de crédito puderam facilmente ser realizados, à medida que existiam critérios para o estabelecimento dos preços das operações. Ademais, as classificações de risco de crédito passaram a constituir um dos elementos determinantes na negociação dos derivativos de balcão entre instituições financeiras. Os mercados de balcão apresentam elevados riscos de créditos, e as grandes instituições financeiras costumam buscar contrapartes com *ratings* semelhantes aos seus para suas operações.

No final da década de 80, as agências classificadoras de riscos passaram a atribuir notas aos riscos de crédito dos países em desenvolvimento ou emergentes que começavam a buscar os mercados financeiros internacionais para colocar seus títulos (chamados de “títulos soberanos”) e às empresas públicas e/ou privadas deles oriundas. A atuação de muitos investidores institucionais passou a ser pautada pelos *ratings* atribuídos não apenas às empresas, mas também aos países.⁶ Na década de 90, a grande expansão e o aprofundamento dos mercados de títulos das dívidas externas de economias emergentes (*brady bonds*), dos derivativos de balcão (com a criação dos derivativos de crédito) e de novas práticas de gestão de recursos, como a alavancagem das carteiras, aumentaram, ainda mais, o emprego das classificações de crédito.

A importância adquirida pela classificação de riscos de crédito (*rating*) de empresas e países nas operações de captação de recursos e demais transações financeiras tenderá a aumentar ainda mais quando for adotado o novo Acordo de Basileia sobre supervisão e regulação financeira. O Acordo, ainda em fase de discussão, apresenta novas regras de requerimento de capital mínimo e novos critérios de ponderação dos riscos dos créditos para a determinação dos níveis de capitalização dos bancos. Procurou-se incluir, sobretudo, os empréstimos interbancários de curto prazo, que eram considerados de baixo risco pelo Acordo de 1988 (Basel Committee on Banking Supervision, 1988).

⁶ Como indicado, boa parte desses investidores somente tinha mandato para aquisição de títulos com “grau de investimento” e, portanto, ficavam proibidos por suas normas internas de adquirir ativos com avaliação inferior.

No Quadro 2, podem-se observar a matriz de classificação de risco de crédito externo e os respectivos níveis de capital que passarão a ser exigidos. Poderão ser utilizados, de forma alternativa, os *ratings* concedidos pelas agências de classificação de riscos ou aqueles determinados por modelos de gestão de riscos elaborados pelos próprios bancos e sujeitos à aprovação das autoridades supervisoras locais. Supostamente, as novas regras de adequação de capital, vinculando os custos dos empréstimos aos *ratings* das Agências de Classificação de Risco de Crédito, buscariam aprimorar os sistemas de avaliação e monitoramento do crédito bancário, reforçando a disciplina de mercado. A redução de uma nota funcionaria como um alerta para a comunidade financeira internacional, desencadeando mudanças no comportamento dos agentes (Freitas; Prates, 2001).

Quadro 2

Classificação de Risco de Crédito na nova proposta
do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia

CLASSIFICAÇÃO DE RISCO	AAA a AA-	A+ a A-	BBB+ a BBB-	BB+ a B-	ABAIXO DE B-	SEM RATING
Risco soberano	0	20	50	100	150	100
Bancos (opção 1) (1)	20	50	100	100	150	100
Bancos (opção 2) (2)	20	(3)50	(3)50	(3)100	150	(3)50
Empresas	20	100	100	100	150	100

FONTE: BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **A new capital adequacy framework.** Basel: Bank for International Settlements, Jun. 1999. p. 31.

(1) Ponderação de risco baseada na ponderação de risco do país (risco soberano) no qual o banco se encontra sediado. (2) Ponderação de risco baseada na avaliação individual dos bancos. (3) Ativos de curto prazo de maturação menores do que seis meses poderiam receber uma ponderação de risco mais favorável que a sua ponderação usual.

Em suma, o peso crescente dos *ratings* concedidos pelas agências privadas e especializadas a empresas, instituições financeiras e países leva à necessidade de se analisar e se avaliar a atuação dessas agências, bem como de se identificar suas eventuais repercussões micro e macroeconômicas.

2 - O comportamento pró-cíclico das Agências de Classificação de Risco de Crédito

Em princípio, as agências de classificação de riscos funcionam como um mecanismo de transparência da higidez financeira de sua clientela. Portanto, permitem que os agentes atuantes nos mercados financeiros disponham de um instrumento que condensa as informações disponíveis e possibilita a coordenação das suas expectativas. À medida que os usuários utilizam seus produtos para nortear decisões de crédito e/ou de investimento, a qualidade dos serviços, isto é, a reputação dessas agências é fundamental para seu desempenho.

O impacto das agências de classificação de riscos deve ser examinado como o de um dos mais importantes formadores de expectativas dos agentes relevantes nos mercados financeiros. Com efeito, as classificações de riscos por elas atribuídas têm o poder de determinar, em boa parte, a disposição dos investidores em fornecerem recursos, assumirem riscos de crédito ou adquirirem títulos de empresas e de países e passam a constituir um elemento determinante na formação de preço dessas operações. Nesse sentido, pode-se afirmar que, em função da credibilidade e do peso adquirido pelos *ratings* de crédito na formação de preços dos ativos financeiros, as notas e projeções emitidas por essas agências passam a ser, em parte, profecias auto-realizáveis. Em alguns casos, isso pode ocorrer mesmo quando as projeções das agências estão equivocadas.

Mas os usuários das classificações de crédito concedidas por essas agências esperam que elas apontem a existência de mudanças nos fundamentos econômicos de países e empresas, sem, necessariamente, depender da reação dos mercados. Entretanto constatou-se que a crise dos países do Sudeste Asiático, em 1997, surpreendeu as agências de classificação de riscos e, por conseguinte, muitos investidores que seguiam suas recomendações. Pouco antes da desvalorização do baht tailandês, que deu início à crise, as agências tinham confirmado as classificações favoráveis que atribuíam às economias da região, ignorando a deterioração de seus fundamentos macroeconômicos.

Diversas instituições financeiras internacionais criticaram publicamente as agências de classificação de riscos por falharem em antecipar a crise dos países do Sudeste Asiático (Ann. Rep., 1998; BIS, 1998a; 1998b; Adams et al., 1999; International Monetary Fund, 1999). O ex-Diretor Gerente do FMI, Stanley Fischer (1997), afirmou que os procedimentos de monitoramento daquela instituição financeira internacional

“(...) tinham funcionado bem no caso da Tailândia, no sentido que as autoridades tailandesas tinham sido informadas da possibilidade de uma crise e das medidas necessárias para evitá-la. Os funcionários do Fundo também informaram governos membros de suas inquieta-

ções (...). Mas, à medida que a capacidade do Fundo de efetuar esse monitoramento baseia-se em acesso privilegiado às informações, ele não está em condições de tornar públicas suas preocupações”.

Enfim, a intensidade da crise que atingiu a região asiática e as ondas de choques transmitidas aos mercados financeiros mundiais podem, em boa parte, ser atribuídas ao fato de que sua ocorrência não estava embutida nas expectativas dos agentes, que continuavam operando com baixa cobertura de riscos (*hedge*) e com um nível extremamente elevado de alavancagem. As reações dos investidores foram uma tentativa de brusca mudança de posição e de redução do nível de alavancagem. A repentina mudança de expectativas reduziu significativamente a liquidez dos mercados e engendrou pânico e uma extrema volatilidade dos preços. A atuação das agências de classificação de riscos, enquanto formadoras de opinião, contribuiu para que esse movimento extremo ultrapassasse as fronteiras da Tailândia, espalhando-se por outros países da região e, até, induzindo a ataques especulativos contra economias emergentes em outros continentes.

As agências de classificação de riscos tiveram, no caso da crise asiática, o mesmo comportamento de pânico e instinto de manada dos “desavisados” investidores, reduzindo drasticamente suas avaliações no auge da tormenta. As próprias agências reconheceram o equívoco, atribuindo-o aos modelos de avaliação de riscos que vinham empregando. Tais modelos davam pouca importância à relação entre as dívidas e os empréstimos em divisas de curto prazo e o nível total do endividamento externo (incluindo as dívidas públicas e privadas) (Kurniawan, 1999; Hilderman, 1999; Beers, 1998).

Surgiram, então, razoáveis desconfianças de que as agências de classificação de riscos pautavam suas avaliações pelas expectativas dominantes nos mercados financeiros, ao invés de se guiarem pelos fundamentos econômicos que permitiriam uma possível antecipação de ocorrências daquele tipo. Ferri, Liu e Stiglitz (1999, p. 15) argumentaram que “(...) mais do que atribuir *ratings* em função de modelos quantitativos, as agências de classificação de riscos empregam também juízos qualitativos baseados num conjunto de informações *ad hoc* específicas de cada país”. Os autores procuraram demonstrar, através de um modelo econométrico, que, tendo falhado no diagnóstico da crise asiática, essas agências se tornaram excessivamente conservadoras e

“(...) reduziram as notas dos países do Sudeste Asiático em crise mais do que a deterioração de seus fundamentos econômicos justificaria (...), exacerbando o custo dos empréstimos externos, causando a evaporação dos fluxos de capitais internacionais e contribuindo para amplificar a crise do Sudeste Asiático”.

Concluíram que as agências de classificação de riscos tinham um incentivo para agir de forma mais conservadora. Precisavam recuperar-se dos danos ocasionados pelos seus erros e readquirir a reputação essencial para a permanência no ramo.

Em suas avaliações posteriores à crise asiática, as agências continuaram tentando mostrar que podiam antecipar situações de crise. No caso da crise russa, em 1998, as agências efetuaram sucessivos cortes nas classificações de risco do país. Esses cortes tiveram o efeito claramente pró-cíclico, pois acentuaram os movimentos de fuga de capitais e de desconfiança dos investidores. Assim, por exemplo, em maio de 1998, no decorrer de um ataque especulativo que levou o governo russo a triplicar as taxas básicas dos juros, as agências realizaram um forte corte nos *ratings* do país e dos títulos de sua dívida pública interna e externa, levando à exacerbação da fuga de capitais. Em setembro de 1998, as agências reduziram a classificação de risco do Brasil, por temor ao contágio da crise russa e, novamente, em janeiro de 1999, logo que o governo brasileiro decidiu adotar um regime de câmbio flutuante.⁷

Acredita-se que, após a crise asiática, o comportamento conservador das agências de classificação de riscos se tornou um padrão na avaliação dos riscos soberanos das economias emergentes. As agências passaram a reduzir sistematicamente as classificações de risco durante a ocorrência de ataques especulativos contra economias emergentes (como no caso do Brasil em 1999 e da Turquia e da Argentina em 2001). Nessas ocasiões, reduziram, igualmente, as classificações das empresas e dos bancos multinacionais que tinham investimentos nesses países. Todavia, mesmo nos casos em que os fundamentos macroeconômicos que tinham levado aos ataques especulativos haviam melhorado significativamente, a revisão das classificações foi muito lenta, ou simplesmente não aconteceu.

Paradoxalmente, durante o processo de desinflar da bolha especulativa dos preços das ações, notadamente das empresas de alta tecnologia cotadas na National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (NASDAQ) — Associação Nacional de Corretoras de Valores —, iniciado em março de 2000 nos Estados Unidos, que foi seguido por um longo período baixista nas Bolsas de Valores, em consequência da desaceleração econômica, a redução dos *ratings* das empresas foi, em geral, muito mais paulatina e acompanhou de longe a queda dos preços das ações. Esse foi, por exemplo, o caso das empresas de telefonia, que, apesar de seu elevado endividamento, somente tiveram suas classificações reduzidas após a desconfiança dos investidores ter levado a uma queda acentuada e prolongada dos preços dessas ações.

⁷ Para uma discussão sobre a crise cambial brasileira, ver Farhi (2001).

De todo modo, fica evidente o duplo papel das agências de classificação de risco. De um lado, as agências quantificam e classificam os riscos e, por conseguinte, auxiliam na precificação dos ativos e na formação do estado de confiança do mercado (formação de opinião). Por outro lado, as reclassificações dos riscos vão a reboque do mercado. Quando uma agência de *rating* reclassifica um título de dívida (de uma empresa e/ou de um país), os investidores, na maioria das vezes, já o fizeram e já desencadearam mudanças na composição de seus portfólios. Além disso, dado o quase monopólio das agências de classificações de risco americanas, elas tomam seu país de origem como *benchmark* nas classificações (e reclassificações) de outros países e de empresas não americanas. Vale dizer, imprimem e reproduzem nas suas classificações a percepção de risco dos investidores e/ou dos diferentes agentes que operam no mercado americano. Assim, as agências de classificação de risco ajudam a desenhar/consolidar essa percepção de risco, a partir dos mercados financeiros americanos, sobre o resto do mundo e, conseqüentemente, podem retardar soluções de problemas de liquidez de países e de empresas não americanas (FEE, 1999a; 1999b).

3 - O papel dos analistas de valores, da contabilidade das corporações e das empresas de auditorias

A tendência baixista nas Bolsas de Valores americanas, iniciada em março de 2000, levantou diversas outras questões relativas ao acesso às informações. Os preços em baixa das ações acarretaram vultuosos prejuízos aos investidores e às carteiras administradas e favoreceram o aparecimento de questões que tinham passado despercebidas, na euforia geral dos lucros proporcionados pelo longo ciclo de valorização dos ativos financeiros e produtivos durante os anos 90. Assim, muitos investidores passaram a questionar o papel dos analistas de valores ligados às instituições financeiras. As críticas provinham, inicialmente, do fato de que esses analistas não tinham, em sua maioria, alertado para a formação e a proximidade do esvaziamento de uma bolha especulativa. Apontava-se, por exemplo, para os relatórios do banco de investimentos Goldman Sachs

“(...) recomendando a compra de ações da Microsoft, às vésperas do julgamento da ação de abuso de poder e com seu valor de mercado batendo em inacreditáveis US\$ 400 bilhões. Provavelmente, a análise completamente estapafúrdia, como se revelaria poucas semanas depois, destinava-se a aquecer o mercado para que (alguns)

investidores pudessem desovar seus papéis da Microsoft sem provocar queda das cotações” (Nassif, 2001).

Depois, as críticas passaram a centrar-se no fato de que a maioria dos analistas mantivera as expectativas altistas e as recomendações de compra, mesmo quando o mercado de ações acentuava suas quedas. Muitos sinalizaram que esses analistas não podiam emitir recomendações negativas para ações de empresas que tinham negócios com a instituição financeira (sobretudo bancos de investimento) em que trabalhavam. Outros assinalaram possíveis conflitos de interesse que teriam levado certos analistas a recomendarem a compra das ações que possuíam, de forma a poder vendê-las a um preço melhor.

Em abril de 2002, surgiu um escândalo consubstanciado num processo judicial movido pela Procuradoria de Nova York contra a Merrill Lynch e outros bancos de investimentos, como Crédit Suisse First Boston, Morgan Stanley, Goldman Sachs e Salomon Smith Barney. Pesava contra eles a acusação de manipularem os preços das ações durante a formação da bolha especulativa na NASDAQ e, mesmo após seu desinflar, de favorecerem empresas clientes, fomentarem a valorização das ações detidas pelas tesourarias ou atraírem operações de abertura de capital e de fusões e aquisições. A descoberta de mensagens eletrônicas internas à Merrill Lynch, em que analistas descreviam como “lixo” ações que tinham sido recomendadas como boas compras, levou o organismo de supervisão das Bolsas, a Securities and Exchange Commission (SEC), a juntar-se à procuradoria de Nova Iorque nesse processo.

As repetidas queixas dos investidores levaram o organismo de supervisão das Bolsas americanas, a SEC, a decidir aprovar diversas medidas, regulamentando a atuação dos analistas de valores. Elas forçam os analistas a revelarem o envolvimento das instituições financeiras em que trabalham com as companhias de capital aberto avaliadas, especificam normas para a base de cálculo da remuneração variável desses profissionais que deve ser desvinculada do volume de negócios gerados para a área de investimentos, obrigam analistas e instituições a atuarem nos mercados da mesma maneira recomendada aos investidores e a revelarem suas compras e vendas de ações. Essas regras tentam introduzir transparência e estabelecer barreiras entre a atuação dos analistas e a área de investimentos da instituição financeira que os empregam.⁸

⁸ Entretanto as novas normas da SEC só se aplicam aos analistas de ações e não abrangem aqueles especialistas em países ou regiões. As classificações de risco emitidas por esses analistas têm o poder de influenciar expectativas e induzir variações, por vezes acentuadas, nos preços de ativos e nas taxas de juros demandadas nas emissões de títulos de

Foram questionadas, também, as remunerações variáveis dos executivos e de certos funcionários de alto nível sob a forma de opções das companhias em que trabalham. Esse tipo de rendimento variável entrou em voga na década de 90. A lógica que presidia ao emprego de opções de ações para esse fim era vincular rendas suplementares dos executivos e dos funcionários de alto nível ao desempenho das empresas. Esperava-se, assim, que colocariam o máximo de esforços em sua expansão e rentabilidade.⁹

Esse mecanismo foi amplamente utilizado pelas empresas de capital aberto, em particular pelas novas empresas de alta tecnologia que foram surgindo no longo ciclo de crescimento americano (1992-2000). Nesse caso, a ampla distribuição de opções sobre ações chegou, em diversos casos, a substituir o pagamento de salários. Era considerada um atrativo suplementar para a aceitação desses empregos por profissionais bem qualificados, dado o alto preço que tais ações poderiam alcançar nas Bolsas de Valores. Ademais, as empresas tinham interesse contábil nessas opções, que as dispensavam de registrar como despesa uma parcela elevada da remuneração de seus empregados mais bem pagos. Krugman (2002) cita o exemplo da Cisco Systems, que, se, em 1998, a empresa "(...) tivesse computado o valor de mercado das opções que emitiu como despesa, teria registrado um prejuízo de US\$ 4,9 bilhões" ao invés do lucro apurado de US\$ 1,3 bilhão.

risco soberano. Conflitos de interesses também podem ocorrer nesse segmento, em que recomendações provocam bruscas variações de níveis de preços em benefício de posições anteriormente adotadas pelas tesourarias dos bancos, em detrimento do interesse nacional dos países avaliados. O ziguezague das recomendações desses analistas em relação ao Brasil foi, possivelmente, fruto de um conflito desse gênero. No fértil terreno criado pela realização das eleições presidenciais, alternâncias de recomendações de venda e de compra podem proporcionar enormes lucros às instituições envolvidas. Por ser parte interessada, as refutações brasileiras às análises em questão têm pouco peso. Num contexto marcado pela apuração de conflitos de interesses, pode ser mais frutífero demandar que os bancos adotem em suas posições relacionadas com o risco do país (soberano) a mesma transparência que começa a ser exigida para suas carteiras de ações.

⁹ Como se sabe, o sistema de gestão das empresas americanas é estruturado para maximizar as taxas de retorno dos acionistas — *shareholder value based system of corporate governance* —, ou seja, agregar valor ao patrimônio dos acionistas. Os objetivos das corporações centram-se em elevar as taxas de lucratividade dos investidores e maximizar o preço corrente das ações. Os executivos exercem uma influência dominante nos rumos das empresas, interpretando sinais sobre o comportamento desejado pelos mercados de capitais, que avaliam a lucratividade corrente (balanços trimestrais) e elevam a sensibilidade do preço das ações (Cintra, 1999).

A prolongada queda das Bolsas de Valores levou à constatação de que o incentivo era extremamente dependente do nível de preço das ações, nem sempre controlável pelos executivos das empresas. No decorrer da tendência baixista das Bolsas de Valores, algumas empresas chegaram a reduzir fortemente o preço de exercício das opções de seus dirigentes. Mais inquietante foi a constatação de que, na ânsia de manter elevados os preços das ações — e por conseguinte, o de suas opções —, executivos de diversas empresas se abstiveram de projeções negativas ou omitiram informações aos investidores. O auge dessa inquietação foi alcançado em uma das maiores concordatas da história dos Estados Unidos: a da Enron em dezembro de 2001, quando se soube que executivos da empresa tinham, entre outubro de 1998 e novembro de 2001, vendido ações no mercado num valor superior a US\$ 1 bilhão, enquanto empregavam artifícios contábeis para disfarçar pesados prejuízos, difundiam análises otimistas sobre a empresa e recomendavam a compra das ações ao fundo de pensão dos empregados da empresa.

O tamanho da empresa, a amplitude de seus negócios em diversas áreas, a magnitude das perdas dos investidores — incluindo bancos, pessoas físicas, fundos mútuos e de pensão — as suspeitas de fraude, suas relações com inúmeros políticos proeminentes e o aspecto inesperado dessa concordata fizeram com que suas repercussões fossem amplas. Além de um evidente impacto nos mercados de ativos financeiros do qual se trata adiante, as repercussões do caso Enron já levaram a mudanças significativas de auto-regulação em diversos domínios relativos ao acesso dos investidores às informações e devem levar a outras no plano da supervisão e da regulamentação das empresas de capital aberto, das instituições financeiras, das agências de classificação de riscos e de auditoria.

A concordata da Enron vem dando origem a processos judiciais, inquéritos policiais e investigações, inclusive no Congresso americano. Poucos fatos sobre o desastre da empresa estão claramente estabelecidos. Classificada como a sétima empresa americana em 2001, a Enron era a maior companhia do mundo do setor de energia e contava com 21 mil funcionários em 40 países. Entre janeiro de 1999 e julho de 2001, iniciaram-se 41 processos de fusões e aquisições e mais de 40 emissões de títulos de dívidas corporativas (o último processo de emissão ocorreu em julho de 2001, sob a coordenação do Crédit Suisse First Boston e do Deutsche Bank, no valor de US\$ 915 milhões em bônus de três anos). Mais conhecida por seu papel nas negociações de eletricidade, gás natural e petróleo, a empresa foi a principal beneficiária da desregulamentação do setor de energia nos Estados Unidos. Muito ativa nos mercados de derivativos de energia, era, igualmente, grande participante nos mercados de balcão de derivativos financeiros, incluindo os derivativos de crédito. Através de uma bolsa de derivativos de crédito, conhecida como Enron Credit, encorajou outras em-

presas a utilizarem seus serviços na administração de riscos. O *site* da empresa na *internet*, o EnronOnLine, rapidamente se tornou o maior do mundo em comércio eletrônico, chegando a oferecer mais de 1.200 produtos, entre mercados à vista e de derivativos (Wiggins, 2002). Embora as razões que levaram a empresa à concordata não estejam de todo claras, sabe-se que sua exposição aos derivativos não está diretamente em causa.

As agências de classificação de riscos aguardaram, mais uma vez, que os mercados se adiantassem a elas e desencadeassem fortes quedas nos preços das ações antes de reagirem e de diminuir suas classificações. Assim, a Moody's manteve a classificação de "grau de investimento" da Enron até quatro dias antes da empresa divulgar os problemas contábeis que transformaram lucros próximos a US\$ 1 bilhão em prejuízos de mais de US\$ 600 milhões e entrar com pedido de concordata, a despeito do fato de que suas ações já registravam quedas de 99% de seu preço em sete semanas.¹⁰ Embora não tenha ocorrido ainda um movimento conjunto de auto-regulação das agências de *rating*, a própria Moody's anunciou mudanças em sua forma de atuação, tais como a redução do tempo de avaliação, o abandono dos períodos formais de revisão antes de uma alteração de classificação e a possibilidade de mudar os *ratings* em mais de uma nota para "detectar com mais antecedência quando uma empresa atravessa problemas" (Moody's..., 2002).

A Enron tinha conseguido, durante muito tempo, esconder seus prejuízos e dívidas transferindo-os para um grande número de pequenas empresas de capital fechado que tinha criado, adquirido ou com as quais estabelecera associação e que estavam dispensadas de apresentar balanços públicos. Tais práticas de uma contabilidade "agressiva", quando não claramente ilegal, foram possíveis em um ambiente legal e de supervisão muito permissivo, decorrente da desregulamentação financeira promovida desde o início da década de 80. Krugman (2002) afirma que é muito provável que esse tipo de contabilidade tenha sido praticado por outras empresas importantes.

Supostamente, a empresa de auditoria Arthur Andersen, que afiançava os balanços da gigante de energia, não teria detectado os registros contábeis questionáveis que vinham constando nas demonstrações financeiras da Enron desde 1997. O sistema de auto-regulação do setor existente nos EUA leva a

¹⁰ O Goldman Sachs também aconselhava a compra das ações enquanto apareciam os prejuízos ocultos da Enron. Consta que o banco havia recebido US\$ 69 milhões com as subscrições da companhia nos últimos anos, a fatia mais gorda dos US\$ 323 milhões pagos às firmas de Wall Street. No mesmo sentido, o Lehman Brothers manteve "forte recomendação de compra" ao longo do colapso, para depois explicar que estava assessorando a possível compra da Enron pela Dynegy e que não muda a classificação de uma empresa envolvida num negócio (Costa, 2002).

que empresas de auditoria tenham seus serviços avaliados pelas outras empresas do mesmo ramo. A Arthur Andersen tinha se submetido, em dezembro de 2001, a uma avaliação feita por sua concorrente, a Deloitte & Touche, que concluiu que “seus sistemas de contabilidade e de controle de qualidade de auditoria dão garantia razoável de qualidade e padrões profissionais” (Citadini, 2002). Ademais, num claro conflito de interesses, o sistema de auto-regulação permitia que as empresas de auditoria prestassem serviços de consultoria às mesmas empresas. Em 2000, a Arthur Andersen tinha recebido da Enron US\$ 27 milhões por serviços de consultoria e US\$ 25 milhões pelos de auditoria (Gayer, 2002). Devido à destruição de documentos relativos à empresa Enron, após o início das investigações, essa empresa de auditoria foi julgada culpada de obstrução à justiça e se encontra à beira da falência. Esse foi, até o momento, o único julgamento decorrente desse rumoroso caso.

Em decorrência do caso Enron e para evitar a imposição de medidas mais estritas de regulamentação, quatro das cinco grandes empresas de auditoria¹¹ decidiram deixar de prestar certos serviços de consultoria a clientes de cuja auditoria estão encarregadas, bem como de realizar, simultaneamente, auditorias interna e externa para uma mesma empresa. Entretanto, para o editor de um periódico sobre contabilidade, Arthur B. Bowman, as medidas propostas não teriam impedido o colapso da Enron.

“O escopo dos serviços é o foco de atenção de todos, mas não o verdadeiro problema. São os analistas pressionando os resultados trimestrais, são as empresas pagando trabalhadores com ações. Todas essas coisas fazem com que as regras da contabilidade sejam forçadas agressivamente, a fim de mostrar receita maior e lucros mais altos.” (Gayer, 2002).

Enfim, os fatos já conhecidos sobre a falência da Enron levantaram sérias dúvidas sobre as fontes consideradas básicas para a informação dos investidores: as práticas contábeis, a veracidade dos balanços das empresas de capital aberto, bem como o papel das empresas de auditoria. Na verdade, a inquietação em relação às práticas contábeis e às auditorias vinha crescendo anteriormente em virtude do forte aumento do número de empresas que tiveram de efetuar revisões nos balanços já publicados. Entretanto a falência da Enron e as evidentes falhas de auditoria da Arthur Andersen provocaram uma crise de confiança sem precedentes nos agentes financeiros, jocosamente denominada de “enronite”. A SEC, mais que duplicou o número de investigações destinadas a apurar irre-

¹¹ As cinco grandes empresas são: Arthur Andersen, Price Waterhouse & Coopers, Deloitte & Touche, KPMG e Ernest & Young. Registra-se que a Price Waterhouse & Coopers ajudou a encobrir os problemas da energética privatizada Gazprom, na Rússia.

gularidades contábeis nas empresas. Os balanços de grandes empresas, tais como a IBM, a WorldCom, a Computer Associates, a Tyco, a Cisco Systems, o JP Morgan Chase e a concordatária Global Crossing ficaram sob suspeita, enquanto várias empresas do setor de energia foram acusadas de terem, a exemplo da Enron, inflado suas receitas operacionais por meio de operações combinadas de compra e venda aos mesmos preços. A SEC e o Financial Accounting Standards Board (FASB), organismo encarregado de definir as normas de contabilidade¹² nos EUA, vêm propondo a adoção de uma série de medidas e normas para evitar novas fraudes nas contabilidades. As medidas e as normas propostas incluem a criação de um órgão de supervisão para os contadores, a alteração dos padrões contábeis, a exigência da aprovação dos acionistas para a concessão de opções de ações aos executivos, a autonomia para contratação e demissão de empresas de auditoria e a comunicação pública das vendas de ações para funcionários das empresas ou seus fundos de aposentadoria.

Ignorando os sinais de uma possível recuperação econômica americana, os investidores passaram a vender as ações de todas as empresas suspeitas de, mesmo remotamente, terem algum problema de contabilidade e levaram as Bolsas de Valores a um novo ciclo de baixa. Ademais, teme-se que a crise de confiança nos números apresentados pelas empresas possa levar investidores e instituições financeiras a reduzirem o volume de crédito que estão dispostos a conceder (*credit crunch*), dificultando a recuperação da economia americana. As repercussões da concordata da Enron levaram também analistas e comentadores dos mercados financeiros a considerarem provável que os balanços das empresas, as auditorias e as agências de classificação de riscos passem, num futuro próximo, a estar sujeitos a regulamentações específicas muito mais detalhadas e que seja reforçado o papel dos organismos de supervisão¹³.

¹² As normas definidas pelo FASB, as *generally accepted accounting principles*, não se aplicam somente às empresas americanas, mas a todas as empresas desejosas de terem ações negociadas nas Bolsas de Valores dos EUA, sob a forma de American Depositary Receipts (ADR).

¹³ A título de ilustração, destaca-se que uma instrução de 1999 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal que regula o mercado de capitais brasileiro, estabeleceu o rodízio de auditores a cada cinco anos e a separação dos serviços de consultoria e auditoria. A CVM estuda também a adoção de medidas que obriguem as empresas a apresentarem balanços consolidados a cada três meses e não apenas no final do ano. Além disso, tramita no Congresso o Projeto de Lei nº 3.741/2000 que atualiza a parte contábil da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976). O projeto procura harmonizar as regras contábeis brasileiras com as práticas internacionais, a fim de conferir transparência de informações e credibilidade aos balanços. Propõe também a criação do Comitê de Padrões Contábeis, inspirado no Financial Accounting Standards Board americano, órgão privado com autoridade para fazer pronunciamentos que viram "princípios contábeis geralmente aceitos", garantindo a flexibilidade das regras instituídas em lei (Niero; Moreira, 2002).

Na contramão da tendência recente de atribuir um papel cada vez maior aos mecanismos de auto-regulação, essa regulamentação procuraria garantir o acesso dos investidores a mecanismos mais confiáveis e transparentes de divulgação de informações sobre o desempenho de empresas de capital aberto (e de países), sobretudo no que se refere às chamadas transações fora do balanço (*off-balance*) e que podem esconder o verdadeiro potencial de prejuízos e problemas.

Não se pode, ainda, excluir que a desafeição dos investidores por títulos e ações de empresas americanas tenha efeito na taxa de câmbio do dólar. Parece haver consenso de que a moeda americana se valorizou e se manteve em patamares elevados porque ocorreram grandes fluxos de capitais internacionais para compra seja de títulos e ações de empresas dos EUA, nas fases de valorização das Bolsas de Valores ou quando havia expectativas de uma recuperação econômica, seja de títulos do governo americano, considerados como um porto seguro, nas fases de forte instabilidade financeira internacional. Se a desconfiança dos investidores em relação aos ativos denominados em dólar persistir por mais tempo, a taxa de câmbio dessa moeda poderá vir a se depreciar ainda mais.

Bibliografia

ADAMS, Charles et al. **International capital markets**: developments, prospects, and key policy issues. Washington, D.C.: IMF, 1999. (World Economic and Financial Surveys).

ALEXANDER, Nancy C. **Finance for development**: a dialogue with the Bretton Woods institutions. New York: Friedrich Ebert Foundation, 1999. (Globalization Challenge Initiative).

ANDERSEN, T. B. Some implications of the efficient capital markets hypothesis. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 6, n. 2, p. 281-294, 1983-1984.

ANNUAL REPORT, BIS. Basel: Bank for International Settlements, 1998.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **A new capital adequacy framework**: Pillar 3 Market Discipline. Basel: Bank for International Settlements, Jan. 2000.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **A new capital adequacy framework**. Basel: Bank for International Settlements, Jun. 1999.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **Core principles for effective banking supervision**. Basel: Bank for International Settlements, Apr. 1997.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. **International convergence of capital measurement and capital standards**. Basel: Bank for International Settlements, Jul. 1988.

BEERS, David T. **Sovereign defaults in 1998: a turning point?**, sovereign ratings Service. New York: Standard & Poor's, Nov. 1998.

BERNARD, Henri; BISIGNANO, Joseph. **Information, liquidity and risk in the international interbank market**: implicit guarantees and private credit market failure. Basel: Bank for International Settlements, 2000. (BIS Working Papers, n. 86).

BIS. **Framework for the evaluation of internal control system**. Basel: Basel Committee on Banking Supervision, 1998a.

BIS. **The Role of asset prices in the formulation of monetary policy**. Basel: Bank for International Settlements, Mar. 1998b. (Conference Papers, Vol. 5).

CANTOR, Richard; PACHER, Frank. Determinants and impact of sovereign credit ratings, **Economic Policy Review**. New York: Federal Reserve Bank of New York, Oct. 1996.

CANTOR, Richard; PACHER, Frank. Differences of opinion and selection bias in the credit rating industry, **Journal of Banking and Finance**, n. 21, p. 1395-1417, 1997.

CANTOR, Richard; PARKER, Frank. Sovereign credit ratings. **Current Issues in Economics and Finance**, New York: Federal Reserve Bank of New York, v. 1, n. 3, jun. 1995.

CHAGAS, Eugenio Pinheiro. **Rating soberanos e defaults privados**: o histórico do Brasil e dos países emergentes no mercado financeiro internacional. Rio de Janeiro: Anbid (<http://www.anbid.com.br>).

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. O corporate finance das empresas americanas no período recente. **Ensaaios FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 1, p. 35-91, 1999.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. (1997). **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos**: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995). Tese (Doutoramento) — Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

CITADINI, A. R. Falta transparência às auditorias, **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 23 jan. 2002. p. A3.

COSTA, Antonio Luiz M. C. Corrupção high-tech. **Carta Capital**, São Paulo, v. 8, n. 177, p. 38-42, 2002.

FARHI, Maryse. **Derivativos financeiros**: estabilização monetária, ataques especulativos e crise cambial no Brasil. São Paulo: IESP/Fundap, Instituto de Economia Unicamp/Fapesp, 2001. (Relatório de Pesquisa).

FARHI, Maryse. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. **Economia e Sociedade**, Campinas: Unicamp/Instituto de Economia, n. 13, p. 93-114, 1999.

FARHI, Maryse. **O Futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros**. Tese (Doutoramento) — Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

FERRI, Giovanni; LIU, Li-Gang; STIGLITZ, Joseph. **The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian crisis**. Italy, Ma, 1999. Prepared for the Conference on The East Asian crisis: lessons for today and for tomorrow. Organized by Economic Notes Siena.

FISCHER, Stanley. How to avoid international financial crisis and the role of International Monetary Fund. CONFERÊNCIA MONETÁRIA ANUAL DO CATO INSTITUTE, 15., Washington, D.C.: FMI, out. 1997. Disponível em: <http://www.imf.org/external/news/1997/news97.htm>

FREITAS, M. Cristina Penido de; PRATES, Daniela Magalhães. As restrições das novas regras do Comitê da Basileia sobre as condições de financiamento dos países periféricos. **Economia Ensaios**, Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia, v. 15, n. 2, p. 59-93, jul. 2001.

FRIEDRICH EBERT STIFTUNG. **Briefing paper: a new look at global credit ratings & development**. New York: The Down Town Association, Manhattan, Oct. 1999b. Background paper for a Conference on The global credit ratings system and developing countries: building confidence in the process of globalization, organized by the Friedrich Ebert Foundation.

FRIEDRICH EBERT STIFTUNG. **Interim report on sovereign credit rating & development**. New York: The Down Town Association, Manhattan, Oct. 1999a. Conclusions and recommendations arising from a Conference on The global credit ratings system and developing countries: building confidence in the process of globalization, organized by the Friedrich Ebert Foundation.

GAYER Empresas de auditoria adotam mudanças para reduzir desgaste na imagem. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 3 fev. 2002, p. B3. The New York Times.

GOLDSTEIN, Morris; KAMINSKY, Graciela L.; REINHART, Carmen M. Rating the rating agencies. In:—. **Assessing financial vulnerability: an early warning system for emerging markets**. Washington, DC: Institute for International Economics, jun. 2000. cap. 4.

HILDERMAN, Mara. **Moody's rating methodology**: opening the black box: the rating Committee Process at Moody's. New York: Moody's Investors Service/Global Credit Research, 1999.

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. Policies for corporate governance and transparency in emerging markets. Washington, D.C.: IIF, 2002. Disponível em: <http://www.iif.org>

INTERNATIONAL MONETARY FUND. Emerging markets in the new financial system: nonstandard responses to external pressure and the role of the major Credit Rating Agencies in global financial markets. **Economic Outlook**. Washington, D.C.: IMF, 1999.

KRUGMAN, Paul. 'Contabilidade agressiva' pode existir em outras empresas, **Folha de São Paulo**, São Paulo, 26 jan. 2002. p. B6.

KURNIAWAN, Pram. **DCR examines credit lessons from the Asian currency crisis**; Special Report — International. New York: Duff & Phelps Credit Rating, 1999.

MOODY'S muda após a quebra da Enron, **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 7 fev. 2002. p. B5. Bloomberg News.

NASSIF O desmascaramento dos 'gurus'. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 4 jan. 2001. p.B3.

NIERO, Nelson; MOREIRA, Talita. Reforma na contabilidade emperra mais uma vez, **Valor Econômico**, São Paulo, 14 fev., 2002. p. B1.

WIGGINS, J. Enron coloca o mercado de derivativos em alerta. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 fev., 2002. p. C2. Financial Times.

YOUNG, Edward M. The rating agency's role. In: EMERGING bond markets in the dynamic Asian economies. Paris: OECD, 1993.