

UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA “JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
FACULDADE DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS

ALFREDO MINUCI LUGATO

**A “COLONIALIDADE DO PODER” DO MERCADO: A SOBERANIA
BRASILEIRA DIANTE DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE
RISCO DE CRÉDITO**

FRANCA

2019

ALFREDO MINUCI LUGATO

**A “COLONIALIDADE DO PODER” DO MERCADO: A SOBERANIA
BRASILEIRA DIANTE DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE
RISCO DE CRÉDITO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Direito da Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Estadual Paulista, como requisito para obtenção do Título de Mestre em Direito. Área de concentração: Sistemas Normativos e Fundamentos da Cidadania.

Orientador: Prof. Dr. Murilo Gasparido.

FRANCA

2019

L951" LUGATO, ALFREDO MINUCI
A "colonialidade do poder" do mercado : a soberania brasileira diante das agências de classificação de risco de crédito / ALFREDO MINUCI LUGATO. -- Franca, 2019
150 p.

Tese (doutorado) - Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Franca
Orientador: Murilo Gasparido

1. Agências de classificação de risco de crédito. 2. "Matriz colonial de poder". 3. Soberania. 4. Três Grandes. 5. Globalização financeira. I. Título.

Sistema de geração automática de fichas catalográficas da Unesp. Biblioteca da Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Franca. Dados fornecidos pelo autor(a).

Essa ficha não pode ser modificada.

ALFREDO MINUCI LUGATO

A “COLONIALIDADE DO PODER” DO MERCADO: A SOBERANIA
BRASILEIRA DIANTE DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO
DE CRÉDITO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Direito da Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Estadual Paulista, como requisito para obtenção do Título de Mestre em Direito. Área de concentração: Sistemas Normativos e Fundamentos da Cidadania.

BANCA EXAMINADORA

Presidente: _____

1º Examinador: _____

2º Examinador: _____

Franca, _____ de _____ de 2019.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus pela vida e pela possibilidade de finalizar mais um ciclo de muito crescimento.

Agradeço aos meus pais, Carlos e Regina, e ao meu irmão, Frederico, pelo amor, amizade e companheirismo do dia a dia. Sem eles esta etapa seria jamais se realizaria. Agradeço à Xulica e ao Neguinho pela alegria enorme que sempre trazem.

Agradeço à Iara pelo amor verdadeiro, pelo carinho doce, pelo compartilhamento de tudo, e por possibilitar a ressignificação da minha relação com o universo.

Agradeço ao meu orientador, professor Murilo Gaspar do, pelo auxílio, desde o início, nesta pesquisa, e pelos aprendizados, que vão muito além do que está exposto nas próximas páginas.

Agradeço aos funcionários e docentes da UNESP, e, em especial, aos professores cujos apontamentos possibilitaram o refinamento de ideias contidas nesta dissertação. São estes: Regina Laisner, Daniel Damásio, Caio Gracco e Ana Gabriela.

Agradeço aos companheiros do grupo “Governança Global, Direitos Humanos e Democracia” pelas discussões sempre produtivas; aos alunos da turma XXXIII do curso de Direito por possibilitarem que o estágio de docência tenha sido a experiência mais edificante possível; e aos membros do Núcleo de Cidadania Ativa e das comissões organizadoras do Seminário de Direito do Estado pelo comprometimento minucioso.

Por fim, agradeço a todos os meus amigos (incluindo os não humanos), demais familiares e todos que contribuíram, de alguma forma, para a realização deste trabalho.

LUGATO, Alfredo Minuci. A “colonialidade do poder” do mercado: a soberania brasileira diante das agências de classificação de risco de crédito. 2019. 150 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Franca, 2019.

RESUMO

Este trabalho objetiva investigar como a “colonialidade do poder” do mercado de classificação de risco de crédito limita a soberania brasileira, e a existência ou não de alternativas institucionais que possam contribuir para o enfrentamento desta questão. Para tanto, estuda de que modo as Três Grandes contaram com o domínio econômico e político dos Estados Unidos para se consolidarem no domínio do mercado, e como seus saberes impactam o preço dos ativos no mercado financeiro, configurando suas “autoridades epistêmicas”. Posteriormente, examina de que maneira seus saberes apresentam semelhanças prejudiciais ao Brasil e a outros países subdesenvolvidos em, pelo menos, dois campos: teto e *rating* soberanos. Dessa forma, analisa como há um enredamento entre domínio econômico-político e epistêmico, característicos da “matriz colonial de poder”, que limita ainda mais a soberania do Brasil e de outros países subdesenvolvidos, além de prejudicar seus “fins” de Estado. Diante desse quadro, pesquisa alternativas institucionais disponíveis ao país para lidar com esse assunto e com outros problemas da ordem econômica atual.

Palavras-chave: Agências de classificação de risco de crédito. “Matriz colonial de poder”. Soberania. Três Grandes. Globalização financeira.

LUGATO, Alfredo Minuci. **The market's "coloniality of power": the brazilian sovereignty before the credit rating agencies.** 2019. 150 f. Dissertation (Master in Law) – Faculty of Humanities and Social Sciences, University of São Paulo State, Franca, 2019.

ABSTRACT

This paper aims to investigate how the credit rating market's "coloniality of power" limits the brazilian sovereignty, and the existence or not of institutional alternatives that might contribute to face this issue. In order to achieve this, it studies how the Big Three counted on the United States' economic and political domination to consolidate their market's domination, and how their knowledges impact assets prices on financial market, settling their "epistemic authorities". Afterwards, it examines how their knowledges present harmful similiarities to Brazil and other developing countries on, at least, two fieds: sovereign ceiling and rating. Thus, it analyzes how there is an entanglement between economic-political and epistemic domination, typical from "colonial matrix of power", that limits even more the sovereignty of Brazil and other underdeveloped countries, aside from prejudicing its State's "ends". Before this framework, it searches for available institutional alternatives for Brazil to cope with this issue and other problems of the current economic order.

Keywords: Credit rating agencies. "Colonial matrix of power". Sovereignty. Big Three. Financial globalization.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Taxonomia da S&P para <i>ratings</i> soberanos.....	60
Figura 2 – Taxonomia da Moody's para <i>ratings</i> soberanos.....	64
Figura 3 – Taxonomia da Fitch para <i>ratings</i> soberanos.....	67
Figura 4 – Taxonomias das Três Grandes para <i>ratings</i> soberanos comparadas.....	70
Figura 5 – As falhas das Três Grandes em <i>ratings</i> soberanos segundo Bathia.....	74
Figura 6 – Série histórica do PIB (IBGE).....	76
Figura 7 – Resultado primário do setor público.....	77
Figura 8 – Evolução da dívida pública brasileira em porcentagem do PIB.....	77
Figura 9 – Meses de importação garantidos pela reserva externa.....	79
Figura 10 – As classificações dos países da América do Sul nas Três Grandes.....	96

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
BCA	Bank Baseline Credit Assessment
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BIRD	Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento
BIS	Bank for International Settlements
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
CCR	Central credit register
CDO	Collateralized debt obligation
CDS	Credit default swap
CEO	Chief Executive Officer
CFSD	Central Financial Statements Database
CL	Contingent liabilities
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CRA	Credit rating agency
EUA	Estados Unidos da América
FC	Foreign Currency
FDI	Foreign Direct Investment
FED	Federal Reserve Bank
FIRREA	Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989
FMI	Fundo Monetário Internacional
G7	Grupo dos Sete
G10	Grupo dos Dez
G20	Grupo dos Vinte
LC	Local currency
MBS	Mortgage-Backed Securities
MERCOSUL	Mercado Comum do Sul
MPI	Macro-prudential Indicator
NDB	Novo Banco de Desenvolvimento dos BRICS
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OMC	Organização Mundial do Comércio

ONU	Organização das Nações Unidas
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
PIB	Produto Interno Bruto
PEC	Proposta de Emenda à Constituição
PNB	Produto Nacional Bruto
PT	Partido dos Trabalhadores
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
SEC	Securities and Exchange Commission
S&P	Standard & Poor's
T&C	Transfer & Convertibility

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1 O DOMÍNIO DE UM SABER SITUADO: A CONSOLIDAÇÃO DA “AUTORIDADE EPISTÊMICA” DAS TRÊS GRANDES.....	18
1.1 Prólogo: ciência e risco.....	18
1.2 As agências de classificação de risco de crédito: do auxílio aos investidores à força de lei.....	20
1.3 As Nationally Recognized Statical Rating Organizations (NRSROs) e a consolidação do oligopólio.....	24
1.4 Do “investidor paga” ao “emissor paga”: duplo-auxílio e propaganda.....	27
1.4.1 A mudança do modelo remuneratório: duplo-auxílio e propaganda.....	27
1.4.2 Conflito de interesses, a crise e a resposta.....	30
1.5 A virada (neo)liberal e a financeirização econômica: uma nova era para as relações de crédito.....	34
1.5.1 De Bretton Woods à virada neoliberal.....	34
1.5.2 O (neo)liberalismo e a financeirização econômica.....	40
1.6 A ausência de alternativas e a “autoridade epistêmica” das agências de rating.....	46
1.6.1 A ausência de alternativas aos grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito.....	46
1.6.2 A “autoridade epistêmica” das agências de rating.....	51
1.7 Considerações finais do capítulo.....	54
2 O SABER PREJUDICIAL DAS TRÊS GRANDES: RATING E TETO SOBERANO.....	57
2.1 Os ratings de crédito.....	57
2.2 O rating soberano segundo as agências.....	58
2.2.1 Standard & Poor’s.....	58
2.2.2 Moody’s.....	62
2.2.3 Fitch.....	65
2.3 Uma breve visão da literatura sobre os determinantes dos ratings soberanos.....	68
2.4 As semelhanças dos ratings soberanos: o monopólio de um saber severo com o Sul.....	69
2.5 Risco e teto soberano: fundamentalismo do saber.....	81

2.5.1 Teto soberano: crise/estresse como fundamento para uma relação intrínseca e permanente.....	81
2.5.2 Impactos da categoria fundamentalista: o teto soberano na prática.....	87
2.6 Considerações finais do capítulo.....	88
3 A SOBERANIA BRASILEIRA DIANTE DA “COLONIALIDADE DO PODER” DO MERCADO DE RATINGS.....	91
3.1 Estado e mercado: a irregulabilidade do setor privado.....	91
3.2 A “colonialidade do poder” das agências de <i>rating</i>.....	93
3.3 A colonialidade do mercado de <i>rating</i> e a soberania brasileira.....	97
3.3.1 A soberania na globalização financeira.....	97
3.3.2 A soberania brasileira diante da colonialidade do mercado de <i>rating</i>	102
3.4 As perspectivas do mercado de <i>rating</i>: o fim da arbitrariedade das NRSROs e a remoção do uso obrigatório das agências.....	105
3.4.1 O fim da colonialidade do mercado de <i>ratings</i> ?.....	105
3.4.2 A continuidade da “autoridade epistêmica”: propaganda e duplo-auxílio das agências.....	106
3.4.3 Alternativas no mercado? O “emissor paga” e o oligopólio sedimentado.....	109
3.5 Em defesa da soberania: (im)possibilidades de uma alternativa institucional contra-hegemônica a partir do Brasil.....	111
3.5.1 Um saber contra-hegemônico: o(s) Estado(s) a explorar(em) a pluralidade interna da ciência.....	111
3.5.2 <i>Rating de crédito e outras medidas (subalternas ou não) na globalização financeira.</i>	113
3.5.3 Alternativa contra-hegemônica? (Im)possibilidades institucionais.....	121
3.6 Considerações finais do capítulo.....	124
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	128
REFERÊNCIAS.....	135

INTRODUÇÃO

As agências de classificação de risco de crédito (agências de *rating*) são empresas privadas que avaliam o risco de crédito de instrumentos de dívidas e outros papéis creditícios, de emissores como países, estados, municípios, corporações financeiras e não financeiras. Originadas no século XIX, as empresas ganharam demasiada importância na era da globalização financeira (neo)liberal, caracterizada pela desregulação, descompartimentação e desintermediação dos mercados (NUNES, 2011, p. 9-11), as quais propiciaram que capitais (e uma multidão de ativos financeiros) circulassem facilmente pelo globo.

Embora não sejam as únicas a analisarem risco de crédito, as agências se distinguem por se disporem a avaliar emissores de qualquer natureza, tendo como norte sua comparabilidade: dessa forma, utilizam notas e escalas semelhantes para os diversos tipos de papéis. Assim, as agências consistem em “grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito”, o que as torna elementos de enorme relevância para o mercado financeiro, que acompanha de perto suas ações de *rating* e demais informações técnicas e “independentes”. Tal importância contou com um forte impulso quando os Estados Unidos da América (EUA) e, posteriormente, outros países, passaram a utilizar as agências em nome de uma “regulação prudente” do mercado financeiro (WHITE, 2013, p. 100), que condicionava a autorização para operações financeiras de investidores regulamentados às notas atribuídas aos papéis pelas agências: ou seja, a tais empresas privadas foi delegada a supervisão do risco de crédito no sistema financeiro, em contraposição às organizações internacionais de governança do capitalismo, como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e a Organização Mundial do Comércio (OMC), sobre as quais os Estados-partes – mesmo que, às vezes, de forma muito questionável – exercem algum controle.

“Os grandes sistemas de comparabilidade de crédito”, cujas noções de risco vinculavam ações de agentes privados por meio de imposições legais, atingiram tamanha importância que suas ações de *rating* geravam reações nos agentes do mercado; ou seja, as agências, que não apenas avaliam os emissores, mas criam as categorias analíticas e os métodos científicos utilizados, ao divulgarem informações consideradas novidades pelo mercado, impactam os preços dos diferentes ativos que julgam, conferindo a elas o *status* de “autoridades epistêmicas”¹, as quais ajudam a conformar a própria relação de crédito

¹ Ressalva-se, desde já, que, embora as agências de *rating* utilizem premissas científicas em suas avaliações, estas são contaminadas pelo interesse daquelas de se obter lucros: ou seja, a lógica do mercado, em que estão inseridas, relativiza a cientificidade de seus saberes.

estabelecida (ABDELAL; BRUNER, 2005, p. 207-208) (KERWER, 2001, p. 5, 11) (SINCLAIR, 2000, p. 495).

Essa “autoridade epistêmica”, sedimentada pelo uso obrigatório das agências, é problemática, pois, por serem empresas privadas, seus saberes não são controláveis pelos entes políticos (e demais emissores) que veem necessidade de serem por elas classificados, haja vista que, sem os *ratings*, seria ainda mais difícil para países subdesenvolvidos acessarem o mercado financeiro global (CANUTO; SANTOS, 2003, p. 8, 11). Ainda, Três Grandes (“Big Three”) empresas controlam o mercado de *ratings* de crédito (que possui mais de cem agências), tornando-se as Três Grandes “autoridades epistêmicas”: as estadunidenses Standard & Poor’s e Moody’s, e a estadunidense/inglesa Fitch, com cotas no mercado geralmente estipuladas em 40% para Standard & Poor’s, 40% para a Moody’s e 15% para a Fitch (WHITE, 2010b, p. 216-217). As Três Grandes, que foram pioneiras na atividade, contaram com o apoio dos EUA na consolidação do oligopólio, quando estes usaram seu domínio político-econômico para criar uma potente barreira² (o selo “Nationally Recognized Statical Rating Organization” [NRSRO]) contra a entrada de novas agências, no mercado de *rating*, que pudessem concorrer com as Três Grandes no momento em que se intensificava a globalização financeira, o que minou o surgimento de alternativas.

Outro aspecto preocupante é a mudança do modelo remuneratório: quando criadas, as agências vendiam suas informações para investidores interessados (modelo remuneratório “investidor paga”); hoje em dia, a maior parte das receitas das Três Grandes vêm dos emissores, que pagam para que seus papéis sejam avaliados (modelo “emissor paga”), o que gera um inerente conflito de interesses e uma transmutação da mercadoria das agências – de “melhores informações” para as “melhores propagandas dos ativos”. Nesse quadro, os emissores procuram as maiores e melhores vitrines para exporem suas credibilidades (*creditworthiness*), que, pelo domínio que exercem no mercado, são as Três Grandes.

² A “Securities and Exchange Commission” (SEC), órgão regulador estadunidense, criou em 1975 o selo NRSRO, atribuiu tal condição às Três Grandes, mas não estabeleceu requisitos e procedimentos para que outras agências pleiteassem tal condição. Dessa maneira, o órgão possuía injustificável discricionariedade para conceder o selo a novas empresas: na prática, a SEC estendeu a qualidade de ser NRSRO a pouquíssimas agências nos anos seguintes, e processos de fusões e aquisições fizeram com que, no final do ano 2000, apenas as Três Grandes fossem registradas como NRSROs. Isso contribuiu demasiadamente para a consolidação do oligopólio, pois diversas normas estabeleciam que grandes investidores – como investidores institucionais do maior mercado financeiro do mundo, o estadunidense – só poderiam adquirir ativos avaliados pelas NRSROs, o que fez com que os emissores, interessados no capital desses agentes financeiros, buscassem somente essas agências para avaliarem seus papéis (WHITE, 2010b, p. 217) (WHITE, 2013, p. 101-102). Somente em 2006, a SEC deu transparência ao processo para que agências reivindicassem a condição de NRSRO: em 2017, dez agências eram, assim, registradas.

A situação atual é prejudicial aos países subdesenvolvidos, pois os saberes das Três Grandes apresentam semelhanças fundamentais entre si que os prejudicam, como se fossem fundadoras de um paradigma científico para se quantificar risco de crédito, mesmo não havendo qualquer consenso sobre (e, ainda, há quem diga que o ideário das Três Grandes é pura falácia, como o *chairman* da agência pública chinesa Dagong). Entre as semelhanças prejudiciais, estão a severidade dos saberes ao avaliarem grande parte dos países subdesenvolvidos como “grau especulativo” (o Brasil, atualmente, possui grau especulativo nas Três), e o “fundamentalismo” (GROSFOGUEL, 2010, p. 457) com que as Três concebem a relação entre determinado país e os emissores que se situam em suas fronteiras: para elas, a única maneira de relacionar o risco de emissões de um emissor, em moeda estrangeira, e o do país em que se situa, é por meio de uma vinculação intrínseca e permanente entre sua nota e a do Estado, conhecida como “teto soberano”, mesmo as agências fundamentando tal relação em situações ocasionais – crises e estresses financeiros.

Desse modo, emissores privados e subsoberanos não conseguem alcançar a nota que merecem. Aufere-se, portanto, uma “matriz colonial de poder” que prejudica os países do Sul (e seus setores privados) na competição pelos recursos da globalização financeira: os EUA usaram seu domínio econômico-político para sedimentar a existência de apenas Três Grandes “autoridades epistêmicas” no mercado de *ratings*; o domínio epistêmico das Três Grandes, por sua vez, reforça o domínio econômico-político dos EUA (e de outros países desenvolvidos), o que configura uma “enredada estrutura de poder” de múltiplas hierarquias (“heterárquica”), estruturadas por uma hierarquia central “étnica/racial” de predomínio euro-americano (GROSFOGUEL, 2010, p. 466-468) (QUIJANO, 2010, p. 84).

Por outro lado, os EUA, em 2006, enfim estipularam os critérios para uma agência se tornar uma NRSRO, e, após a crise de 2008, que teve grande colaboração das agências, as quais inflaram as notas de papéis podres, iniciou-se, no país, por ordem de uma lei federal de 2010 chamada “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, um processo de remoção do uso obrigatório das agências de *rating*, o qual gerou uma suspeita de que seja possível atenuar seu papel no sistema capitalista e, conseqüentemente, minimizar sua “autoridade epistêmica”, tendo em vista que alguns autores atribuíam a influência das agências de *rating* à sua utilização forçada por reguladores³.

Nesse cenário, em que o mercado exerce uma importantíssima atividade de supervisão no capitalismo global, ao avaliar risco de crédito de uma imensa gama de emissores, e em que

³ Cf. Kerwer, 2001.

esta atividade, além de incontornável, está concentrada nas Três Grandes, que propagam um saber prejudicial ao Brasil e a outros países do Sul, tem-se como problemas de pesquisa as seguintes questões: Como a atuação das agências de *rating* limita a soberania brasileira? Quais alternativas institucionais poderiam contribuir com o enfrentamento deste problema?

Esclarecem-se, desde já, três pontos. Em primeiro lugar, parte-se da premissa de que uma agência global de *rating*, que monopolize a atividade, é inviável⁴. Em segundo lugar, a existência contemporânea de mais de cem agências (WHITE, 2010b, p. 216) não significa que há várias alternativas ao saber prejudicial das Três Grandes, pois estas, pela posição que ocupam no mercado, geram maior impacto no preço dos ativos, inviabilizando que agências menores se tornem rivais à altura. Por fim, salienta-se que a análise da limitação da soberania pelas agências de *rating* compreenderá as duas faces desse elemento do Estado: a soberania interna, “que é sinônimo de *supremacia*” dentro do território, e a soberania externa, que significa independência (LEWANDOWSKI, 1997, p. 235).

Considerando a colonialidade do poder do mercado de *ratings*, após as mudanças normativas mencionadas nos EUA, visualizam-se cinco possíveis hipóteses sobre a limitação da soberania e a existência (“mapeamento”) de alternativas: a) o esvaecimento da “autoridade epistêmica” das Três Grandes pelo processo de remoção do uso obrigatório das agências; b) o surgimento de grandes autoridades contra-hegemônicas no mercado após o fim do protecionismo descarado do selo “NRSRO”; c) uma agência de *rating* brasileira seria a alternativa institucional viável para o enfrentamento desta limitação de soberania; d) uma agência de *rating* global seria a alternativa institucional viável para o enfrentamento desta limitação de soberania; e) uma agência de *rating* brasileira, em associação com outros Estados do Sul, seria a alternativa viável para o enfrentamento desta limitação de soberania⁵.

⁴ A inviabilidade de uma agência com esses moldes é justificada por três argumentos: há interesses, dos países desenvolvidos, em continuarem com o sistema atual, baseado no mercado, tendo em vista que este os beneficia; haveria enormes dificuldades técnicas para se construir os arranjos políticos e normativos, necessários à edificação da agência; pensa-se que seja extremamente difícil (para não dizer impossível) que uma agência, com essa configuração, atenda à demanda de cada emissor/investidor que queira divulgar/obter informações sobre risco de crédito – acredita-se, aqui, que o mercado tem maior capacidade de processar informações, e, conseqüentemente, de prestar tais serviços (ESPADA, 2009, p. 15).

⁵ Como será discutido neste trabalho, uma agência que funcionasse no modelo “emissor paga”, que é o mais rentável e parece ser o único capaz de suportar grandes agências, carregaria conflitos de interesses a uma instituição que, por ser vinculada a pelo menos um governo, já teria sua imparcialidade vista com desconfiança; assim, tal modelo seria danoso à iniciativa. Por isso, alguma forma de subsídio parece necessária para, ao menos, alavancar sua importância. Outro ponto é que, diante das características do mercado de *rating*, um modelo de agência que dependa de pagamentos, de emissores ou de investidores, teria enorme dificuldade de se autossustentar até que se tornasse um grande sistema de comparabilidade, com capacidade de atrair massivamente os agentes do mercado, ao mesmo tempo em que se consolidasse como grande autoridade epistêmica. Ou, até mesmo, poderia jamais conseguir ser um grande sistema sem contar com a clientela do Norte – ou seja, haveria enormes chances de não se obter lucro. Dessa forma, não há a hipótese de o Estado brasileiro

O trabalho está situado na Teoria do Estado e estuda como o elemento político dialoga com o jurídico: mais especificamente, se debruça sobre como a situação política posta (a colonialidade do poder do mercado de *ratings*, dominado pelas Três Grandes, que submete os países subdesenvolvidos a saberes prejudiciais, e, assim, limita, ainda mais, suas soberanias) pode justificar a criação de uma “nova forma de organização jurídica”. Tal estudo considera a especificidade do Estado brasileiro – e não uma concepção abstrata de Estado – enquanto importante país subdesenvolvido prejudicado pelo saber das Três Grandes: o “grau especulativo” recebido pelo saber dominante dificulta suas condições de financiamento junto ao mercado financeiro e entrava, ainda mais, a concretização de seus fins de Estado Social.

Uma agência de *rating* contra-hegemônica consistiria, então, numa “organização jurídica” que absorvesse os interesses brasileiros, sendo, desse modo, uma instituição legítima, cujo saber disputaria espaço com instituições não legítimas⁶ (as Três Grandes e demais agências), já que a legitimidade de todo o sistema de *ratings*, baseado no protagonismo de empresas privadas, é inviável. A verificação da existência de alternativa se baseará na situação concreta e considerará a melhor “engenharia institucional” possível para o caso, de acordo com a finalidade criativa própria da Teoria do Estado. Da mesma forma, procurar-se-á possíveis caminhos para se explorar a “pluralidade interna da ciência” em busca de um saber contra-hegemônico sobre risco de crédito (BUCCI, 2018, p. 70-71) (BUCCI; GASPARD, 2018, p. 15-17) (GASPARD; TOJAL, 2018, p. 76, 98-99) (MENESES; SANTOS, 2010, p. 17, 19) (STUCHI, 2018, p. 139-162).

Compreende-se, então, o Estado brasileiro, não como um ente abstrato cujo propósito seja a realização do bem comum, e nem como instrumento de dominação das classes que o controlam, mas como um espaço de lutas em que a derrota não é o único resultado possível e que, portanto, pode ser importante aliado numa batalha contra-hegemônica no seio da globalização (GASPARD; TOJAL, 2018, p. 96) (SANTOS, 2005, p. 32-34), visando tornar esta mais palatável aos países subdesenvolvidos.

Todavia, reconhecem-se os limites de uma luta no campo do saber sobre risco de crédito como estratégia de desenvolvimento do Brasil. A soberania econômica dos países é cerceada por diversos fatores na atual ordem econômica mundial, havendo um estrangulamento nas políticas nacionais monetária, cambial e de juros (CARVALHO, 2018)

se associar, nessa empreitada, com agentes do mercado, que buscam uma atividade lucrativa; restaria, por conseguinte, a possibilidade de se aliar a outros Estados.

⁶ Por mais que o Brasil tenha contratos para que as Três Grandes avaliem seus papéis, pondera-se, mais uma vez, que pior do que a submissão ao saber prejudicial seria a não divulgação de sua *creditworthiness* nas maiores vitrines, pois isto dificultaria o acesso do país ao mercado financeiro global (CANUTO; SANTOS, 2003, p. 8, 11).

(DE BRUNHOFF, 1998, p. 50-52). Além do mais, o capital se desloca com facilidade entre os diversos países, o que deixa patente a situação vulnerável de quem depende desses recursos para financiamento. Isso demonstra que novas regulamentações/organizações jurídicas, que busquem justiça e estabilidade, devem ser estudadas e implantadas, tanto em âmbito nacional como internacional (de maneira subalterna ou global), e que o Estado brasileiro deve estar atento às estratégias que países de desenvolvimento tardio, como a Coreia do Sul, utilizaram em suas jornadas. Por outro lado, mostra-se extremamente complexo que os legisladores acompanhem o ritmo acelerado e inventivo do capital financeiro (WOLF, 2019). Entretanto, como as finanças são elementos-chave no sistema capitalista, e possibilitam que a economia real se desenvolva (embora, nos dias atuais, a esfera financeira tenha ganhado tamanho peso que acaba por retirar recursos dos setores produtivos), Estados e corporações podem buscar apoio no mercado financeiro para suas atividades, o que torna o risco de crédito um âmbito importante de luta dentro da globalização financeira.

Na esteira de Unger (1986, p. 22) (2004, p. 159-165), assume-se que pequenas transformações, tomadas em conjunto, podem levar a grandes mudanças, desmistificando a ideia de que a situação presente poderia ser transformada somente por meio de uma revolução radical que liquidasse as estruturas vigentes. Para tanto, esse processo de “mapeamento crítico de alternativas” necessita superar os fetichismos institucional e estrutural⁷, reconhecendo o pluralismo de institutos que regem a vida moderna, que não possuem um sentido imanente, mas socialmente construído: nesse sentido, instituições basilares da vida contemporânea, como o Estado e o mercado, são abstratas e ambíguas, podendo, então, serem redesenhadas de acordo com princípios subalternos. Como exemplo desse pluralismo, Unger (2004, p. 162-163) menciona os diferentes conteúdos do direito de propriedade adotados pelos Estados (TEIXEIRA, 2010, p. 46-48).

A pesquisa conta com aportes do Direito, da Economia, da Ciência Política e da Sociologia. Consistirá em uma ampla pesquisa bibliográfica qualitativa e compreenderá a análise de documentos, como normas (nacionais e estrangeiras) e outros documentos oficiais, além de dados fornecidos pelas agências de *rating* e outras instituições.

O primeiro capítulo analisará a origem das agências e sua evolução até os dias atuais, buscando entender a edificação de sua “autoridade epistêmica” e seu uso no mercado

⁷ “O fetichismo institucional é a identificação de concepções institucionais abstratas, como a economia de mercado ou a democracia representativa, com um repertório específico de estruturas contingentes. O fetichismo estrutural é sua contrapartida de ordem superior: a incapacidade para reconhecer que as ordens institucionais e imaginativas da vida em sociedade diferem tanto em rigidez ou arraigamento como em conteúdo: quer dizer, com relação à liberdade de ação e entendimento para desafiar e transformar estruturas que elas constroem” (UNGER, 2004, p. 159).

financeiro, a falta de alternativas aos grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito que são as agências e as, pelo menos, três funções que estas exercem atualmente e que caracterizam o mercado: propaganda de papéis dos emissores, que buscam as melhores vitrines; auxílio aos investidores com informações públicas e gratuitas; e auxílio aos emissores na confecção de finança estruturada. Perpassará, então, pela mudança do modelo remuneratório, pela consolidação do oligopólio por meio do selo “NRSRO” e pelo crescimento de importância da avaliação de risco de crédito na globalização financeira (neo)liberal.

O segundo capítulo examinará as semelhanças relacionadas ao *rating* e ao teto soberanos, entre as Três Grandes, por meio da comparação das escalas e sistemas de notas adotados, das metodologias disponibilizadas nos sites das agências, das notas que estas atribuem aos entes soberanos (hoje em dia e nos erros históricos), e da análise de trabalhos empíricos sobre os mais importantes determinantes utilizados pelas agências para quantificarem o risco de crédito soberano. Posteriormente, será estudado como a fundamentação para o teto soberano não justifica sua aplicação, e como as semelhanças verificadas prejudicam os países do Sul e podem ser questionadas.

No terceiro capítulo, analisar-se-á como as semelhanças acima descritas, ao lado da irregulamentabilidade do saber das agências sob a ótica do liberalismo e da sociedade de mercado vigentes, caracterizam o poder colonial do mercado de *ratings* (um enredamento entre domínio econômico-político e domínio epistêmico), que sufoca, ainda mais, a já limitada (interna e externamente) soberania brasileira, e prejudica a realização de seus “fins de Estado”, ao nutrir uma competição desigual pelos recursos financeiros da globalização. Diante desse cenário, averiguar-se-á a existência de alternativas institucionais para o enfrentamento dessa questão, considerando a necessidade, do Brasil, de se debruçar sobre outros aspectos que geram instabilidade e injustiça e minam sua capacidade de desenvolvimento.

1 O DOMÍNIO DE UM SABER SITUADO: A CONSOLIDAÇÃO DA “AUTORIDADE EPISTÊMICA” DAS TRÊS GRANDES

1.1 Prólogo: ciência e risco

Na modernidade, a ciência consubstanciou o que Santos (2010, p. 31-33) denomina como “pensamento abissal”, que significa a exclusão de cosmologias não congruentes com o cânone científico. Santos explica que

O pensamento moderno ocidental é um pensamento abissal. Consiste num sistema de distinções visíveis e invisíveis, sendo que as invisíveis fundamentam as visíveis. As distinções invisíveis são estabelecidas através de linhas radicais que dividem a realidade social em dois universos distintos: o universo ‘deste lado da linha’ e o universo ‘do outro lado da linha’. A divisão é tal que o ‘outro lado da linha’ desaparece enquanto realidade, torna-se inexistente, e é mesmo produzido como inexistente. Inexistência significa não existir sob qualquer forma de ser relevante ou compreensível. Tudo aquilo que é produzido como inexistente é excluído de forma radical porque permanece exterior ao universo que a própria concepção aceita de inclusão considera como sendo o Outro. A característica fundamental do pensamento abissal é a impossibilidade de copresença dos dois lados da linha. Este lado da linha só prevalece na medida em que esgota o campo da realidade relevante. Para além dela há apenas inexistência, invisibilidade e ausência não-dialética (SANTOS, 2010, p. 32).

A ciência, sendo uma forma de pensamento abissal no campo do conhecimento, incorpora o “monopólio da distinção entre o verdadeiro e o falso, em detrimento de dois conhecimentos alternativos: a filosofia e a teologia” (SANTOS, 2010, p. 31-33). A ciência moderna foi responsável pela “supressão dos conhecimentos locais” ao se autodenominar como “única forma de conhecimento válido e rigoroso” (SANTOS, 2010, p. 16, 55): excluiu, omitiu, silenciou e ignorou “saberes subalternos” em nome da “superioridade do saber científico” (GROSFUGUEL, 2010, p. 478). A ciência, então, seria a única forma de conhecimento capaz de “resolver toda a sorte de problemas sociais e humanos” (BICHOFFE, 2017, p. 43).

A ciência como única forma de saber, entretanto, pode ameaçar os resultados das intervenções humanas na realidade. Santos (2010, p. 60-61) exemplifica:

Nos anos de 1960, os sistemas milenares de irrigação dos campos de arroz da ilha de Bali, na Indonésia, foram substituídos por sistemas científicos de irrigação, promovidos pelos prosélitos da revolução verde. Os sistemas tradicionais de irrigação assentavam em conhecimentos hidrológicos, agrícolas e religiosos ancestrais, e eram administrados por sacerdotes de um templo hindu-budista dedicado a Dewi-Danu, a deusa do lago. Foram substituídos precisamente por serem considerados produtos da magia e da superstição, derivados do que foi

depreciativamente designado como ‘culto do arroz’. Acontece que a substituição teve resultados desastrosos para a cultura do arroz com decréscimos nas colheitas para mais de metade. Os maus resultados repetiram-se nas colheitas seguintes e foram tão desastrosos que os sistemas científicos tiveram de ser abandonados e os sistemas tradicionais repostos.

Uma das facetas da presunçosa ciência moderna é sua missão de controlar o incerto por meio da “exploração científica e do pensamento racional”. O conhecimento científico seria um meio para domar os mundos natural e social, por meio da descoberta de suas leis, que, então, poderiam ser “medidas, calculadas e, portanto, previstas” (BICHOFFE, 2017, p. 34-35). Nessa linha, a estatística, enquanto disciplina científica, foi fundamental para o norte científico de gerenciar a incerteza, por meio do aprofundamento da noção de risco (BICHOFFE, 2017, p. 31-33).

Bichoffe (2017, p. 34) disserta que “a maioria dos comentadores vincula o surgimento da palavra e conceito de risco com empreendimentos marítimos iniciais no período pré-moderno, usado para designar os perigos que poderiam comprometer as viagens além-mar”. Nota-se, portanto, uma concepção de risco atrelada às intempéries da natureza (ou do divino, como se acreditava na época) que, mais tarde, foi avançando para outros campos, já que diversos fenômenos começaram a ser descritos e quantificados, no intuito de poderem ser previstos para, assim, serem gerenciados ou até mesmo evitados (BICHOFFE, 2017, p. 34-35). Dessa forma, “as noções de indeterminação, incerteza, são eliminadas e substituídas por uma nova ordem, gerenciável, através do mito da calculabilidade” (BICHOFFE, 2017, p. 35).

Beck (2006, p. 6-8), entretanto, esclarece que o conceito de risco é ambíguo. Ele concebe a “sociedade de risco” como uma sociedade em que muitas incertezas são fabricadas pela ação humana, o que ocasiona a perda do controle sobre os riscos criados (“a sabida impossibilidade de controle das consequências das decisões civilizacionais”). Na sociedade de risco, portanto, há uma “irresponsabilidade organizada”, uma configuração social em que “a sociedade tornou-se um laboratório sem nenhum responsável pelos resultados do experimento”. Dessa maneira,

Políticos dizem que não estão no comando, que eles no máximo regulam a estrutura para o mercado. Especialistas científicos dizem que meramente criam oportunidades tecnológicas: eles não decidem como elas serão implementadas. Gente de negócios diz que está simplesmente respondendo a uma demanda dos consumidores (BECK, 2006, p. 8).

Para o autor, há também “uma abordagem positiva do risco”, que, entretanto, depende da aceitação e das condições deste. “A aceitabilidade do risco depende se aqueles que perdem também recebem os benefícios” (BECK, 2006, p. 9).

1.2 As agências de classificação de risco de crédito: do auxílio aos investidores à força de lei

Na esteira da calculabilidade de diversos fenômenos pela ciência moderna, o risco de crédito surgiu como uma “abordagem positiva” do risco, pois almejava quantificar a probabilidade de pagamento adequado de débitos de diversos atores e, assim, viabilizava que aplicações rentáveis que, anteriormente, não seriam realizadas por falta de informações sobre a saúde financeira do devedor, fossem feitas. Para se ilustrar a quantificação do risco de crédito, menciona-se que o risco soberano, atribuído pelas agências de classificação de risco de crédito aos países, leva em conta a capacidade e a disposição, do país, de pagar adequadamente os credores.

A avaliação de risco de crédito de emissores e emissões é uma atividade que, desde o século XIX, se desenvolve no âmbito do mercado, com sua gênese possibilitada pela demanda de investidores por informações qualificadas de títulos e ações, fornecidas por terceiros capacitados e independentes. Nesse palco, as agências de classificação de risco de crédito, de notação de risco ou, simplesmente, agências de *rating*⁸⁹¹⁰, são empresas privadas que atuam,

⁸ A agência de *rating* Standard & Poor’s classifica seus *ratings* em de “propósito geral” (tradicionais) e de “propósito específico”. Os *ratings* de propósito geral são de emissor ou de emissão: os de emissor representam “uma opinião prospectiva sobre a qualidade de crédito geral de um devedor, refletindo a capacidade e disposição do devedor para honrar seus compromissos financeiros de forma tempestiva”, enquanto que os *ratings* de emissão representam “uma opinião prospectiva sobre a qualidade de crédito de um devedor com relação a uma obrigação financeira específica, a uma classe específica de obrigações financeiras ou a um programa financeiro específico”. Os *ratings* de propósito específico apresentam peculiaridades, como as de entidades específicas avaliadas ou de tipos específicos de estruturas de transações – ou, então, de recuperação. Alguns exemplos destes *ratings* são os “ratings de volatilidade de fundos”, “ratings de instrumento de contraparte” e “rating de risco de swap” (STANDARD & POOR’S, 2016, p. 3-16).

⁹ A Fitch (2018) também divide seus *ratings* de crédito entre os de emissores e os de emissões. Desse modo, classifica títulos e ações de “países, estados, municípios, instituições financeiras, seguradoras, empresas, assim como operações estruturadas garantidas por recebíveis ou outros ativos financeiros”, assim como emite “*ratings* específicos” e “especializados”. A agência ainda divide seus *ratings* entre “*ratings* internacionais de crédito” e “*ratings* nacionais de crédito”. Os primeiros “avaliam a capacidade do cumprimento das obrigações em moeda estrangeira ou local”, sendo que “ambos são avaliações internacionalmente comparáveis”. Já os segundos “são uma avaliação da qualidade creditícia relativa ao risco de ‘melhor crédito’ naquele país”. Tanto os *ratings* internacionais como os nacionais são distinguidos em de curto, ou de longo prazo. Os *ratings* de crédito, entretanto, não são os únicos tipos emitidos pela agência: a empresa também expede “outros *ratings*, *scores* e avaliações relativas de forças financeira ou operacional das instituições”.

¹⁰ A Moody’s (2017c, p. 5) diferencia seus *ratings* entre os “fundamentais”, que compreendem empresas não financeiras, instituições financeiras e “entidades do setor público e os de “operações estruturadas (*structure finance*)”. A agência ainda os classifica como de longo prazo, “atribuídos a emissores ou a dívidas com um prazo

globalmente, na avaliação de emissores de papéis creditícios, como títulos e ações, de países, estados, municípios, uniões monetárias, instituições financeiras (como bancos, seguradoras, corretora de valores, companhias financeiras e gestoras de recursos), corporações empresariais não financeiras, além de finança estruturada¹¹ (TICHY, 2011, p. 5). Estas empresas coletam informações, ranqueiam diversos instrumentos financeiros e atribuem uma nota, que representa a confiança que o mercado pode depositar neles (NOGUEIRA, 2011, p. 12). Atribui-se às agências uma função de auxílio ao mercado, pois sua missão seria “resolver o problema da assimetria de informações entre tomadores e emitentes quanto à qualidade de crédito deste último” (ELKHOURY, 2008, p. 1). Como veremos mais para frente, as agências têm outras funções fundamentais ao mercado financeiro.

As agências de *rating* são atores significativos no sistema capitalista. Diversos autores demonstram sua influência na determinação do valor das taxas de juros pagas por emissores, além da necessidade de diversos agentes recorrerem a estas empresas no intuito de captarem recursos no mercado global. O agigantamento do papel das agências está relacionado à retomada (neo)liberal e à globalização financeira, edificadas no último quarto do século XX, que favoreceram e advogaram a liberalização de mercadorias e capitais entre os países. Entretanto, para se compreender o atual estágio de importância dessas empresas, faz-se necessário, antes, analisar sua origem, que remonta a meados do século XIX.

O nascimento das agências de *rating* está ligado ao crescimento das companhias ferroviárias estadunidenses por volta de 1850, “de longe o setor mais intensivo em capital industrial no final do século XIX” (BICHOFFE, p. 81), em decorrência do povoamento rumo ao oeste do continente. O alto custo desse empreendimento vislumbrou um modo criativo de financiamento na emissão de títulos, como alternativa aos empréstimos bancários, que se mostravam insuficientes. Os títulos potencializam a quantidade de possíveis credores, considerando que possibilitam que diversas pessoas comprem uma determinada quantidade (ou seja, emprestem dinheiro ao emissor do título), no intuito de receberem, posteriormente, o principal acrescido de juros. O volume do negócio o fez repercutir do outro lado do Atlântico, e investidores europeus interessados nos papéis passaram a buscar informações sobre suas características. Entretanto, os meios tradicionais de se obterem informações sobre negócios,

de vencimento original igual ou superior a um ano”, e de curto prazo, “atribuídos a dívidas com prazo de vencimento original igual ou inferior a treze meses”.

¹¹ A Moody's (2008, p. 2) divide seus produtos de finança estruturada em 5 grupos principais: *Asset-Backed Commercial Papers* (ABCP); *Asset-Backed Securities* (ABS); *Commercial Mortgage Backed-Securities* (CMBS); *Residential Mortgage Backed-Securities* (RMBS); *Collateralized Debt Obligation* (CDOs)/*Derivatives*.

como famílias e bancos, mostravam-se insuficientes para os investidores, que almejavam informações independentes de terceiros (RUDDEN, 2005, p. 1).

Foi então que Henry Varnum Poor começou, em 1849, a publicar informações sobre as companhias ferroviárias, que envolviam ativos, responsabilidades e ganhos, por meio do “American Railroad Journal”, em que era editor. Diante do sucesso da ideia, em 1860, Henry Poor inaugurou a “Poor’s”, com a publicação do estudo “History of railroads and canals of the United States”. Mais tarde, Henry Poor e seu filho Henry W. Poor formaram a “Poor & Co”, que passou a publicar anualmente o “Poor’s manual of the railroads of the United States” – a semente dos modernos *credit ratings*. Outra empresa que surgia no ramo era a “Standard Statics Bureau”, fundada em 1906 por Luther Lee Blake, que passou a disponibilizar dados sobre outros ramos além do ferroviário (GULLO, 2014, p. 11) (RUDDEN, 2005, p. 2).

Após a crise de 1929 a Poor’s vai à falência e, em 1941, funde-se com a Standard Statics Bureau, nascendo, assim, a Standard & Poor’s. Em 1966 a Standard & Poor’s foi adquirada pelo grupo Mc Graw-Hill Companies (GULLO, 2014, p. 11).

Em 1909, John Moody emitiu o que é considerado o primeiro *rating* de crédito¹², ao publicar uma opinião sobre a capacidade creditícia de companhias ferroviárias intitulado “Moody’s analysis of Railroad Investments”. A “Moody’s Investors Service” foi fundada em 1914 (GULLO, 2014, p. 11) (RUDDEN, 2005, p. 2).

A “Fitch Ratings”¹³ foi fundada por John Knowles em 1913, ano em que começou a publicar informações sobre o setor financeiro nos manuais “The Fitch stock and bond manual” e “The Fitch Bond Book”. Em 1924 lançou a famosa escala de classificação de risco que vai de AAA a D (GULLO, 2014, p. 11) (RUDDEN, 2005, p. 2).

A indústria de *rating* ganhou mais força a partir da década de 1930, porque, nos Estados Unidos, reguladores de bancos comerciais passaram a usar os *ratings* como parâmetros regulatórios em seus portfólios. Em 1936, os bancos federais foram obrigados a somente negociar títulos com *investment grade* (grau de investimento)¹⁴. Desta feita, os

¹² White (2013, p. 99) salienta que o fato do primeiro *rating* de crédito ser produzido nos Estados Unidos não é coincidência, mas fruto do mercado de títulos nos Estados Unidos ser, na época, bem maior do que em outros países.

¹³ A Fitch Investor Services, de Nova York, no ano de 1997, se fundiu com a agência IBCA Limited, de Londres. Em 2000, a então Fitch IBCA se fundiu com a Duff & Phelps Credit Rating Co, de Chicago, e adquiriu a agência americana Thomson BankWatch. A agência, que era controlada pela FIMALAC (uma *holding* francesa) e pela Hearst (um conglomerado com sede nos EUA) até 2018, passou a pertencer exclusivamente à Hearst quando esta comprou a parte daquela, configurando uma empresa estadunidense constituída parcialmente por capital britânico (GULLO, 2014, p. 41) (HEARST, 2018).

¹⁴ A Fitch (2017 ou 2018, p. 3) explica que a divisão estabelecida entre “grau de investimento” e “grau especulativo” é uma “convenção do mercado”, e não indica “qualquer recomendação ou endosso de um título

ratings, que eram usados voluntariamente por investidores em busca de informações qualificadas e imparciais, passaram a ter seu uso vinculado a determinadas operações no mercado, o que, em tese, se dava em nome de uma “regulação prudente” (“prudential regulation”) que visava manter os agentes com boa saúde financeira, o que configura um controle privado do risco de crédito. Nas décadas seguintes, reguladores das companhias de seguro e dos fundos de pensão, nos EUA, também seguiram por esse caminho e tornaram os *ratings* parâmetros obrigatórios (WHITE, 2013, p. 100-101).

Kerwer (2001, p. 16-17) explica que há 3 tipos de exigências (*requirements*), impostas pelos reguladores, que vinculam agentes financeiros aos *ratings* das agências. A primeira consiste nas “restrições de investimento” e compreende: as obrigações dos bancos de investirem somente em ativos com grau de investimento, como mencionado acima; as restrições impostas, a partir de 1991, aos “fundos de mercado monetário” (*money market funds*), de somente investirem em papéis de notas altas; e as restrições aos fundos de pensão, que, em 1989, foram permitidos a investir em *asset-backed securities*, desde que estes estivessem classificados com uma das três maiores notas das agências.

Em segundo lugar, está a exigência de reserva de capital (*capital reserve requirements*), usada desde 1975 por *brokers and dealers* (corretora de valores) nos EUA, por determinação da “Securities and Exchange Commission” (SEC) – órgão regulador do país. Por essa lógica, papéis com menor risco (notas altas) contribuem mais para a constituição do capital das corporações, reduzindo a necessidade de outras fontes. O último tipo de exigência consiste nas obrigações de transparência (*disclosure requirements*), que determina formas mais simples de registro de papéis na SEC quando estes são bem avaliados (KERWER, 2001, p. 16-17).

A utilização obrigatória das classificações das agências de *rating*, inspirada no modelo dos EUA (precursor desse tipo de uso), passou a ser adotada também em outros países, como no Japão na década de 80, nos países da União Europeia na década de 90, e mesmo nos países subdesenvolvidos, em seu processo de liberalização do mercado financeiro, e em outros países desenvolvidos (CANUTO; SANTOS, 2003, p. 14) (KERWER, 2001, p. 18-19).

Os Acordos da Basileia¹⁵ também incorporaram o uso obrigatório dos *ratings* das agências privadas. O Acordo da Basileia II estabeleceu que os *ratings* de crédito fossem

específico com o propósito de investimento”. Tal divisão foi adotada em diversas normas que estabeleciam o uso dos *ratings* das agências como parâmetros para aplicações, e acabou sendo incorporada, tácita ou expressamente, pelo saber das agências.

¹⁵ Os “Acordos da Basileia” I, II e III (respectivamente, assinados em 1988, 2004 e 2010) são compromissos tomados no âmbito do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (“Basel Committee on Banking Supervision”

utilizados na estipulação de exigência de capitais mínimos dos bancos, abordagem mantida no Acordo da Basileia III (LANNOO, 2011, p. 247).

Além da internacionalização do uso obrigatório dos *ratings*, outro fator que foi fundamental para consolidação das agências de *rating* foi o fato dos EUA serem o maior mercado financeiro do mundo¹⁶ desde o começo do século XX. Assim, todos emissores de títulos e ações do globo, que quisessem acessar os abonados investidores institucionais regulados do maior mercado financeiro, deveriam anunciar sua credibilidade (*creditworthiness*) numa agência de *rating*.

Origina-se, aí, um dos motivos que tornaram as agências de *rating* tão poderosas no mundo atual: seu uso obrigatório, garantido por diversas normas em diferentes setores da economia, deu à sua utilização força de lei – os Estados delegaram uma importante função de controle do mercado financeiro às empresas privadas, o que, como veremos adiante, gerou algumas graves consequências, principalmente para os países subdesenvolvidos. Dessa forma, o *rating* tornou-se pré-requisito para que um emissor pudesse acessar determinados investidores, como alguns investidores do maior mercado financeiro do mundo – o dos EUA.

1.3 As *Nationally Recognized Statical Rating Organizations* (NRSROs) e a consolidação do oligopólio

Em 1975, a SEC criou o selo “Nationally Recognized Statical Rating Organization” (NRSRO), que dava maior precisão às normas que utilizavam os *ratings* de crédito das agências como parâmetro e, dessa maneira, evitaria que alguma agência incapaz ou falaciosa pudesse desenvolver atividades de *rating* (WHITE, 2010b, p. 214), e/ou protegeria as Três Grandes (as estadunidenses Standard & Poor’s e Moody’s, e a estadunidense com capital inglês, Fitch, conhecidas como “Big Three”) da concorrência, ratificando seus saberes no mercado financeiro, pois, ao criar tal categoria, a SEC não estabeleceu critérios sobre como se tornar uma agência “nacionalmente reconhecida”, mas, por outro lado, atribuiu, desde o início, tal qualidade a elas (WHITE, 2013, p. 101).

[BCBS]). O Comitê da Basileia foi criado em 1974, pelos presidentes dos Bancos Centrais do G10, tendo como escopo a recomendação de regulamentações aos setores bancários (UNITED STATES OF AMERICA, 2010a, p. 2).

¹⁶ White (2013, p. 99) afirma que, no início do século XX, o mercado estadunidense era bem maior que os de outros países. Kerwer (2005, p. 464) menciona que o fato de os EUA serem o maior mercado financeiro na época da implantação do uso regulatório das agências de *rating* teve repercussão mundial, pois os investidores buscavam acessar seus investidores institucionais regulados. Dados do “Bank for International Settlements” (BIS), de 2018, comprovam a superioridade dos números do mercado de dívidas dos EUA em diferentes setores: corporações financeiras, corporações não financeiras e débitos do governo (BIS, 2018).

A denominação NRSRO logo passou a ser incorporada nas normas que utilizavam os *ratings* de crédito como parâmetro regulatório: “Subsequently, the bank, insurance, and pension regulators adopted the NRSRO category as one for which their (expanding) regulatory use of CRAs’ ratings would apply” (WHITE, 2013, p. 101). A obrigatoriedade do uso das NRSROs, por normas nacionais e internacionais (como no próprio Acordo da Basileia), se alastrou rapidamente.

Over time, requiring certain NRSRO-reviewed credit ratings became an integral part of global and national rules. It also was codified in numerous federal regulations, federal statutes, and state statutes. An example of a such a federal regulation is Rule 2a-7, an amendment to the Investment Company Act of 1940, which requires that money market funds invest in debt that has been rated by an NRSRO. Also, under the Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989 (FIRREA, P.L. 101-73), savings and loans could no longer purchase bonds with NRSRO issued below investment grade ratings (i.e., junk bonds). In addition to these and other federal statutes, more than 100 state level statutes make reference to credit ratings issued by NRSROs, by some accounts. Also, under the Basel II agreement of the Basel Committee on Banking Supervision, banking regulators can allow banks to use credit ratings from certain approved CRAs (technically known as External Credit Assessment Institutions), a small group of agencies dominated by Moody’s, S&P, and Fitch (UNITED STATES OF AMERICA, 2010a, p. 2)

Como mencionado acima, a categoria NRSRO era extremamente opaca, pois a SEC não estabeleceu procedimentos de inscrição e de avaliação para que as agências a pleiteassem: isso significava que o órgão, discricionariamente, atribuiria o selo NRSRO quando percebesse que uma agência fosse merecedora. Além do mais, o órgão regulador também não justificou o porquê de ter escolhido as Três Grandes em detrimento de outras (WHITE, 2013, p. 101-102).

O resultado é que o selo NRSRO prejudicava muito a competição, pois, com sua adoção por outras normas, alguns investidores institucionais regulados só podiam se basear nos *ratings* das NRSROs. E, sem o mercado desses grandes investidores, ficava ainda mais difícil “merecer” o reconhecimento da SEC e ganhar a denominação NRSRO (WHITE, 2013, p. 101-102).

A imposição das NRSROs pela SEC no momento em que se intensificava a globalização financeira, então, reforçou o oligopólio nacional e internacional das Três Grandes, pois, como já visto, além das normas estadunidenses servirem como modelo para ordenamentos jurídicos estrangeiros, devido a seu pioneirismo, que implicou no uso obrigatório das agências de *rating* para variadas situações (e na época, a Standard & Poor’s e a Moody’s já dominavam o mercado), o já mencionado fato de o mercado de títulos estadunidense ser o mais importante do mundo fez com que diversos emissores, querendo acesso àquele (no modelo remuneratório “emissor paga”, que logo será abordado),

procurassem apenas os *ratings* das NRSROs na avaliação de seus papéis creditícios, já que somente eles garantiam o pleno alcance aos investidores institucionais regulamentados (KERWER, 2005, p. 463-464).

O reconhecimento, pela SEC, de outras agências como NRSRO foi extremamente lento – até o ano 2000, apenas quatro agências ganharam essa condição: em 1982, foi a Duff & Phelps; em 1983, a McCarthy, Crisant & Maffei; em 1991, a IBCA; e em 1992, a Thomson BankWatch. Entretanto, o oligopólio já era tão sólido, e a competição tão difícil, que diversos processos de fusão garantiram que apenas as Três Grandes estivessem cadastradas como NRSROs no final do ano 2000 (WHITE, 2010b, p. 217).

Atualmente, a SEC reconhece dez agências como NRSRO: A. M. Best Rating Services, Inc.; DBRS, Inc.; Egan-Jones Ratings Co; Japan Credit Rating Agency, Ltd.; HR Ratings de Mexico, S.A. de C.V.; Kroll Bond Rating Agency, Inc.; Morningstar Credit Ratings, LLC; além das Três Grandes (UNITED STATES OF AMERICA, 2017). Salienta-se, aqui, que a agência chinesa Dagong, que proclama umas das críticas mais ácidas ao “ideário ocidental sobre agências de *rating*”, ao se inscrever para se tornar uma NRSRO, teve seu pedido negado pela SEC¹⁷.

O aumento da aceleração da SEC em reconhecer outras agências se deve à inserção destas no centro dos holofotes após a bancarrota da gigante Enron, em 2001. Mesmo a importância das agências tendo se expandido rapidamente nas últimas duas décadas do século XX, na esteira da globalização financeira, White (2013, p. 103) explica que elas receberam pouca atenção nesse período, mas que o caso da Enron, que possuía *investment grade* nas Três Grandes cinco dias antes de sua bancarrota, tornou evidente problemas relacionados às atividades e à parcialidade das empresas de *rating*. Isso desencadeou o estabelecimento de ouvidorias, no Congresso estadunidense, objetivando compreender a falha das agências em avaliar a situação creditícia da Enron, e a razão de haver, naquele momento, apenas três agências na qualidade de NRSRO.

A maior pressão do Congresso e da mídia teve como resultado a designação de NRSRO à DRBS, em 2003, à A. M. Best, em 2005 e, no ano seguinte, a aprovação da “Credit Rating Agency Reform Act of 2006” pelo Congresso, norma que, finalmente, estabeleceu as

¹⁷ “We must, therefore, deny Dagong's application for NRSRO status. At this time, we cannot conclude that Dagong is able to comply with the Exchange Act's recordkeeping, production, and examination requirements. Because we find that Dagong is currently unable to comply with these requirements, we do not reach the issue of whether Dagong at this time has sufficient connection with U.S. interstate commerce to register as an NRSRO and invoke our regulatory and oversight authority. Accordingly, IT IS ORDERED that the application for registration as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization filed by Dagong Global Credit Rating Co., Ltd., on December 24, 2009 be, and it hereby is, DENIED” (UNITED STATES OF AMERICA, 2010b, p. 9-10).

condições para uma empresa se tornar uma NRSRO¹⁸, tornando o procedimento transparente. “In response, the SEC certified three additional NRSROs in 2007 [...], two more in 2008, and one in 2012” (WHITE, 2013, p. 103).

A falta de competitividade no negócio, entretanto, continua intacta, com a literatura geralmente atribuindo 40% do mercado total à Standard & Poor’s, 40% à Moody’s e 15% à Fitch (WHITE, 2010b, p. 216-217). Darbellay e Partnoy (2012, p. 2) lecionam que estudos mostram que “despite the presence of seven additional NRSROs, the three leading rating agencies are responsible for 98 percent of all outstanding ratings and collect 90 percent of the total revenue”.

Conclui-se, portanto, que o selo NRSRO (sem os requisitos para admissão de novas agências) dificultou a competição e mirrou o aparecimento de alternativas aos *ratings* das Três Grandes justamente num período crucial (o de intensificação da globalização financeira), em que diversos emissores, de diversas naturezas, buscaram no mercado financeiro novos modos de financiamento, o que resultou na procura dos emissores somente pelas avaliações das agências de *rating* “nacionalmente reconhecidas”, pois somaram à intenção de ter alguém independente fazendo propagandas de suas *credibility*, a necessidade de divulgar nos veículos que garantiriam a autorização necessária de acesso aos voluptuosos investidores regulamentados. Como se verá no próximo tópico, a mudança no modelo remuneratório determinou que os emissores passassem a pagar pela avaliação de risco de crédito, o que gerou uma lógica de procurar sempre as maiores e melhores vitrines, em vez das melhores avaliações, o que, obviamente, favoreceu as maiores agências.

1.4 Do “investidor paga” ao “emissor paga”: duplo-auxílio e propaganda

1.4.1 A mudança do modelo remuneratório: duplo-auxílio e propaganda

Como demonstrado acima, o mercado de avaliação de risco de crédito surgiu no contexto do aquecimento do mercado de títulos e ações estadunidense, alimentado, sobretudo, pela expansão das companhias ferroviárias. As agências privadas de *rating*, nesse quadro,

¹⁸ “Under the new statute a ‘nationally recognized statistical rating organization’ is a credit rating agency that has been in business as a credit rating agency for at least the three consecutive years immediately preceding the date of its application for registration as an NRSRO and which issues credit ratings certified by qualified institutional buyers concerning financial institutions, brokers, or dealers; insurance companies; corporate issuers; issuers of asset-backed securities; issuers of government securities, municipal securities, or securities issued by foreign governments; or a combination of one or more categories of obligors described in any of the aforementioned categories” (UNITED STATES OF AMERICA, 2010a, p. 4).

atendiam a demanda dos investidores interessados em pagarem para obter informações técnicas e independentes de terceiros.

Esse modelo de remuneração, denominado “investidor paga” (“investor pays”), caracterizou o mercado de *ratings* até a década de 1970, quando ocorreu uma transformação na orientação do negócio. Conforme White (2010b, p. 214), não há, na literatura, um consenso sobre a razão da mudança do “investidor paga” para o “emissor paga” (“issuer pays”), mas quatro possíveis causas são apontadas.

A primeira causa apontada seria de natureza tecnológica. Na década de 1970, houve uma expansão do uso das máquinas fotocopadoras, o que propiciava a rápida propagação de manuais de classificação de risco de crédito entre diferentes investidores e, conseqüentemente, poderia diminuir drasticamente a venda daqueles pelas agências de *rating*, reduzindo, portanto, suas receitas (WHITE, 2010b, p. 214).

A segunda linha de explicação pontua que, com a bancarrota da “Penn-Central Railroad”, em 1970, um sentimento de medo tomou conta do mercado financeiro, e isso despertou a necessidade dos emissores de títulos e ações assegurarem suas qualidades. Nessa toada, os emissores se dispuseram a pagar para que as agências avaliassem seus papéis e, por conseguinte, podiam demonstrar o baixo risco que estes apresentavam. Tal linha de explicação, entretanto, possui uma contestação lógica: da mesma forma que a desconfiança do mercado financeiro instigou os emissores a terem seus títulos avaliados, ela também gerava uma preocupação nos investidores, que ficariam ainda mais propensos a pagar por informações qualificadas (WHITE, 2010b, p. 214).

O terceiro motivo indicado se relaciona com a supramencionada “força de lei” que as regulamentações garantiram às agências de *rating*. A obrigatoriedade que investidores tinham de somente manter, em seus portfólios, títulos com boas notas, possibilitava que as agências explorassem a necessidade dos emissores de tornarem seus títulos compatíveis com os requisitos legais (WHITE, 2010b, p. 215).

Por fim, a quarta justificativa se fundamenta no “mercado de dois lados” (“two-sided market”) das empresas de *rating*, pois, tanto investidores como emissores, têm interesse no produto das agências; ou seja, as agências podem cobrar tanto de investidores como de emissores ou, então, cobrarem de ambos numa forma mista (WHITE, 2010b, p. 215).

Independentemente da(s) causa(s) determinante(s) na mudança do modelo remuneratório¹⁹, o fato é que, quando um emissor paga para que determinada agência o avalie,

¹⁹ É mister salientar que a denominada “mudança de modelo remuneratório” se deve ao fato das Três Grandes terem adotado o “emissor paga” (o que significa que a esmagadora maioria dos emissores e emissões seja

exsurge um inerente conflito de interesses: no modelo “investidor paga”, o investidor almeja as melhores informações possíveis para determinar sua aplicação, enquanto que no “emissor paga”, este tende a procurar uma agência que lhe dê a melhor nota possível e/ou proporcione a melhor visibilidade; por outro lado, as agências têm interesse em agradar seus clientes para mantê-los fiéis. Desse modo, a essência do produto das agências deixaria de ser “a melhor informação possível” para a de “melhor anunciante possível”, dilacerando a imparcialidade do terceiro qualificado ao estabelecer uma relação direta entre agência e emissor, e transmutando a razão de origem do mercado de *ratings*. Ressalta-se, ainda, que a mudança foi de iniciativa das agências, e não dos reguladores, que sequer mostraram preocupações para dirimir o intrínseco conflito de interesses até a crise financeira de 2008, que jogou luz na falta de ética das grandes agências.

A transmutação da natureza das agências ficou clara no trabalho de Becker e Milbourn (2010). Os autores argumentavam que os emissores preferiam *ratings* mais favoráveis a *ratings* mais informativos, o que os motivou a investigarem a influência do crescimento da Fitch nos *ratings* da S&P e da Moody’s. Os autores concluíram que o crescimento da Fitch estimulou que a S&P e a Moody’s emitissem *ratings* mais benevolentes e menos informativos (BECKER; MILBOURN, 2010, p. 1-34). Depurado, então, o fato de que as agências, ao terem nos emissores os principais consumidores de seu produto, são vistas por estes como vitrines. Uma maior concorrência, por conseguinte, estimula uma melhoria de sua mercadoria, ou seja, uma melhoria de exposição das *creditworthiness* avaliadas, e não de qualidade informativa dos *ratings*.

O problema do conflito de interesses é escancarado numa prática conhecida como *rating shopping*, que consiste na procura dos emissores pela melhor avaliação possível dentre as maiores agências. O processo de *rating* é caracterizado por uma relação muito próxima entre emissor e agência, havendo as possibilidades de apelação do emissor após a sinalização da nota, e de não divulgação de *ratings* que não agradarem aos emissores, tornando-se, dessa forma, confidenciais (STANDARD & POOR’S, 2016, p. 3) (WHITE, 2010b, p. 215).

avaliada sob esse modelo). Todavia, algumas agências menores continuam a trabalhar no sistema “investidor paga”, como a Egan-Jones e a Rapid Ratings (XIA, 2014, p. 451) (WHITE, 2013, p. 99). Por outro lado, as próprias agências que adotam o “emissor paga” continuam a obter ganhos dos investidores, embora a maior parte da receita dessas empresas seja das taxas cobradas dos emissores de títulos (PAUDYN, 2011, p. 261). Por exemplo: a Moody’s, que é signatária do modelo “emissor paga”, disponibiliza informações sobre emissores em seu sítio eletrônico oficial. Alguns documentos têm acesso gratuito e visam dar maior transparência às suas atividades, mas outros são restritos aos que pagam uma determinada taxa. Para se ilustrar, o documento “Credit opinion: Government of Brazil – Ba2 Negative – Regular update”, de 30/10/2017, custa 250 dólares no site da agência (MOODY’S, 2017a).

Salienta-se que o conflito de interesses se agrava ainda mais nos produtos de finança estruturada, que tiveram aumento exponencial na globalização financeira e dependem das agências em seu processo de fabricação (JOSEPHSON; SHAPIRO, 2018, p. 2) (SINCLAIR, 2010, p. 8) (SINCLAIR, 2017). Acontece, portanto, que atualmente as agências possuem, pelo menos, três funções, para investidores e emissores, externas ao uso obrigatório: a propaganda para os emissores, sendo verdadeiras vitrines; o auxílio aos investidores, que, como será visto ainda neste capítulo, usufruem gratuitamente de diversas informações; e o auxílio aos emissores, na elaboração de produtos estruturados e na certificação de sua qualidade, que, muitas vezes, diante da complexidade desses papéis, é tida como suficiente para que investidores os adquiram.

As ótimas classificações para produtos estruturados contribuíram, e muito, para a crise financeira de 2008, episódio caracterizado por falhas das Três Grandes (WHITE, 2010a, p. 13).

1.4.2 Conflito de interesses, a crise e a resposta

A crise de 2008 teve origem na bolha do mercado imobiliário estadunidense, em que diversas pessoas “pouco capitalizadas” aproveitaram o crédito imobiliário disponível para financiarem casas por meio de hipotecas conhecidas como *subprime*, incentivadas pela expectativa de valorização dos imóveis. Os bancos, detentores dessas hipotecas, securitizaram-nas em novos ativos (*mortgage-related securities*), com o escopo de obterem garantias para o caso de inadimplência, transmitindo a diversos investidores, como outros bancos e fundos de pensão de outros países, os riscos presentes por meio de produtos estruturados bem avaliados (DOWBOR, 2009, p. 2) (WHITE, 2010b, p. 220).

Senior tranches of these mortgage backed securities ended up being owned by many financial firms, including banks. Many financial institutions also created “structured investment vehicles” which borrowed funds by issuing short-term “asset-backed” commercial paper and then used the funds to purchase tranches of the collateralized debt obligations backed by subprime mortgages. If these mortgage-backed securities received high credit ratings, then the asset-backed commercial paper could also receive a high credit rating – thus making it cheaper to borrow (WHITE, 2010b, p. 220).

Percebe-se, portanto, que a securitização das hipotecas *subprime* se apoiou nas classificações das agências de *rating*, que reportavam como seguros produtos complexos até para os investidores mais experientes, e davam notas que os tornavam compatíveis com as

regulamentações vigentes aplicadas aos investidores (GULLO, 2014, p. 20) (WHITE, 2010b, p. 220-221).

Os papéis vão assim se espalhando e enquanto o valor dos imóveis nos EUA sobe, formando a chamada “bolha”, o sistema funciona, permitindo o seu alastramento, pois um vizinho conta a outro quanto a sua aposentadoria já valorizou (DOWBOR, 2009, p. 2-3).

Todavia, o grande número de pessoas sem capacidade para quitar o financiamento das casas motivou as instituições financeiras a executarem as hipotecas, ou seja, apropriarem-se das casas, com intenção de vendê-las, para recuperarem parte do capital. Os imóveis, que estavam se valorizando, entraram num ponto de inflexão, por causa da grande quantidade de casas disponíveis no mercado: “O mercado de imóveis fica saturado, os preços caem mais ainda, pois cada agência ou particular procuram vender rapidamente antes que os preços caiam mais ainda. A bolha estourou” (DOWBOR, 2009, p. 3).

O estouro da bolha escancarou a debilidade dos produtos complexos provenientes das hipotecas *subprime* que inundaram o mercado financeiro, comprometendo a saúde financeira de diversos investidores e caracterizando o erro das agências de *rating*, que passaram a tratar como lixo (*junk bonds*) produtos que antes possuíam ótimas notas. White (2010b, p. 221), apoiado em dados do FMI, exemplifica:

The credit ratings for the securities backed by subprime mortgages turned out to be wildly optimistic – especially for the securities that were issued and rated in 2005-2007. Then, in keeping with past practice, the credit rating agencies were slow to downgrade those securities as their losses became apparent. Here is one stark indicator of the extent of the initial overoptimism: As of June 30, 2009, 90 percent of the collateralized debt obligation tranches that were issued between 2005 and 2007 and that were originally rated AAA by Standard & Poor’s had been downgraded, with 80 percent downgraded below investment grade; even of the simpler residential mortgage-backed securities that were issued during these years and originally rated AAA, 63 percent had been downgraded, with 52 percent below investment grade.

A reputação das Três Grandes foi essencial para a divulgação e disseminação dos ativos estruturados no mercado financeiro. O ex-presidente do Federal Reserve Bank (FED), espécie de banco central nos EUA, Alan Greenspan, já ressaltava que produtos como os *collateralized debt obligations* (CDOs) eram melindrosos até para os participantes mais sofisticados do mercado. Ainda, o próprio *chief executive officer* (CEO) da Moody’s ponderou que era “muito claro que havia falhas em alguns pressupostos-chave que estavam suportando nossas análises e nossos modelos” (SKRETA; VELDKAMP, 2009, p. 1-2).

Porém, a propaganda vinda das três maiores agências, concebidas como *experts* imparciais, foi suficiente para o mercado financeiro, carente de alternativas, entrar de cabeça na piscina vazia.

As falhas das agências na crise de 2008 não foram as primeiras. Como será visto no próximo capítulo, já na década de 90 foram imputadas falhas às Três Grandes na avaliação de *ratings* soberanos. Da mesma forma, as agências falharam no supramencionado caso da Enron.

Após a crise de 2008, as agências novamente entraram no centro do debate acadêmico, político e midiático, e, dessa vez, com muito mais veemência do que na época das falhas na crise asiática ou no colapso da Enron. O governo estadunidense aprovou, em 2010, a “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protect Act”, ambicionando por um pouco de ordem no universo financeiro, e endereçou o subtítulo “C – Improvements to the regulation of Credit Rating Agencies” (Seções 931 a 939H) exclusivamente às agências de *rating*.

A norma impôs importantes mudanças, mas foi apenas incremental em alguns pontos. Uma das principais novidades trazidas pela lei foi o início de processo de remoção do uso obrigatório das agências, que vinha desde a década de 1930: a ordem de remoção de referências às agências de *rating*, em algumas normas, e a exigência que agências do governo substituíssem as referências às agências pelo que achassem apropriado, no prazo de 1 ano. Em 2011, o Federal Reserve Board enviou um relatório em que afirmava ter encontrado 46 referências ao uso de *ratings*, mencionando que proporia sua eliminação/substituição (LANNON, 2011, p. 247).

Um outro ponto da lei Dodd-Frank, que deve ser destacado, é a reconfiguração das agências do ponto de vista da responsabilização jurídica. As agências sempre foram protegidas pela Primeira Emenda (dos EUA), que lhes garantiam liberdade de expressão; nessa toada, seus *ratings* eram tratados como simples opiniões, equivalentes às de agentes da mídia. Esta visão estava definida na Seção 11 do “Securities Act of 1933” (Rule 436[g]) e foi reforçada algumas vezes pelas cortes estadunidenses. Todavia, a Dodd-Frank repeliu essa regra, encorajando, de certa maneira, ações judiciais contra as empresas de *rating* (DARBELLAY; PARTNOY, 2012, p. 17-18).

Moreover, some securities laws explicitly exempted rating agencies from liability. NRSROs were immune from liability for misstatements in a registration statement under Section 11 of the Securities Act of 1933. Rule 436(g) – recently repealed by the Dodd-Frank Act – provided that NRSRO were exempt from expert liability under Section 11 (DARBELLAY; PARTNOY, 2012, p. 17).

Em 2013, o governo estadunidense (posteriormente seguido por províncias) entrou com uma ação contra a Standard & Poor's, acusando a empresa de ter fraudado investidores enquanto buscava agradar os emissores que garantiam a ela grandes lucros. A defesa, baseada na Primeira Emenda, não foi suficiente dessa vez, e o punhado de processos terminou com um acordo em que a agência se dispôs a indenizar o governo federal, 19 estados e o distrito de Columbia, no valor total de 1,5 bilhões de dólares (FREIFELD; VISWANATHA, 2015). A Moody's foi alvo de processos parecidos, acordando em pagar 864 milhões de dólares ao governo federal (Departamento de Justiça), 21 estados e o distrito de Columbia (THE GUARDIAN, 2017).

Entretanto, ao endereçar o conflito de interesses, o diploma legal permitiu a continuidade do “emissor paga” e adotou apenas algumas medidas incrementais que visavam conferir mais transparência e controle sobre a imparcialidade e *expertise* dos funcionários, mas que parecem insuficientes. Ainda, o próprio objetivo geral desta dissertação pretende demonstrar que uma abordagem puramente regulatória é incapaz de resolver todas as questões envolvendo o mercado de *ratings* que afetam/prejudicam países subdesenvolvidos, como é o caso do saber das agências.

Destaca-se que, mesmo após os escândalos, as Três Grandes continuam a dominar o mercado de *ratings* e a colher ótimos lucros. A Moody's, por exemplo, que tinha informado receitas de 2 bilhões de dólares em 2006, informou que esse número cresceu para 4,2 bilhões em 2017 (MOODY'S, 2007?) (MOODY'S, 2018b): nada mal para uma empresa que confessou avaliar papéis sem saber o que estava fazendo. Assim, parece ficar clara uma relação entre o tamanho das agências e a sua procura no modelo remuneratório “emissor paga”: quando um emissor procura uma agência para avaliar seus ativos, ele busca as maiores vitrines em detrimento das melhores informações e, no caso do mercado de *ratings*, há somente Três Grandes vitrines no meio de mais de uma centena de agências²⁰, tendo em conta que as agências consistem em sistemas de comparabilidade de risco de crédito e *creditworthiness* (conceito que será explicado ainda neste capítulo). E, além disso, como será discutido no capítulo 2, estes três sistemas de comparabilidade favorecem os Estados desenvolvidos (e os emissores que se situam em suas fronteiras), o que incentiva ainda mais sua procura pelas Três Grandes.

Por fim, ressalva-se que nem todo emissor paga para ter seus papéis avaliados por uma agência de *rating* “emissor paga”, pois estas também publicam *ratings* não solicitados.

²⁰ White (2010b, p. 216) pondera que há cerca de 150 agências de *rating*, locais e internacionais.

Segundo a Moody's (2017b, p. 1), *ratings* não solicitados são os iniciados pela própria empresa e não requeridos pela entidade avaliada e/ou seus agentes. A agência ainda informa que emite estes *ratings* quando: a) propicia um benefício informacional ao mercado; b) o valor das obrigações é considerável; c) o tipo de título/ação ou entidade é novo para o mercado; d) o *rating* é analiticamente relevante para a análise que a empresa propicia ao mercado. A empresa ainda reitera que realiza estes *ratings* quando há informação suficiente para uma adequada análise, já que são baseados em dados de caráter público.

1.5 A virada (neo)liberal e a financeirização econômica: uma nova era para as relações de crédito

1.5.1 De Bretton Woods à virada (neo)liberal

A atual importância do mercado de *rating* se deve muito à virada rumo ao (neo)liberalismo e à financeirização econômica, que ocorreram no último quarto do século XX. Para entender esses dois fenômenos, é necessário, antes de mais nada, explicar o contexto de seus surgimentos, bem como o porquê do modelo político-econômico de Estado anterior, assim como da ordem internacional vigente, entrarem em colapso.

A ordem internacional que emergiu após o término da 2ª Grande Guerra foi forjada sob o trauma retumbante da Depressão de 1929 e da década de 1930. Essa crise teve, como resposta, nos Estados Unidos, o *New Deal*, fundamentado na intervenção estatal: uma política de expansão dos gastos públicos de inspiração keynesiana, arquitetada pelo então presidente Franklin Roosevelt, que teve êxito em reaquecer a economia do país (HARVEY, 2011, p. 30).

A emergência da 2ª Guerra, por sua vez, resultou em maior centralização econômica por parte dos Estados envolvidos: a situação extrema de um conflito bélico de enormes proporções fez com que os governos direcionassem as indústrias nacionais ao atendimento das demandas momentâneas. Porém, à medida que o confronto se aproximava do término, aumentava o temor de que a economia pudesse voltar à recessão vivenciada nos anos 1930, caracterizada por uma crise de acumulação, um agravamento da desigualdade presente no sistema capitalista, alto desemprego e subdesenvolvimento do comércio internacional por falta de coordenação política (BARUCO, 2005, p. 6) (BELUZZO, 1995, p. 11-12). Por outro

lado, a esquerda²¹, inflamada com a crescente ampliação do sufrágio dentro dos países, e afastada dos meios de produção, reivindicava que o Estado lhe garantisse condições de vida cada vez mais dignas.

É nesse contexto que se deu, em Bretton Woods, New Hampshire, Estados Unidos, em 1944, uma reunião entre 44 nações aliadas para discutir os rumos da economia mundial após a 2ª Guerra. As negociações, entretanto, já aconteciam desde 1942, sob liderança dos Estados Unidos e da Inglaterra, que eram encabeçados por Harry Dexter White e John Maynard Keynes, respectivamente (BARUCO, 2005, p. 22) (BELUZZO, 1995, p. 12-14).

O resultado de Bretton Woods foi uma ordem econômica que buscava um “sistema monetário de pagamentos” para que o comércio global se desenvolvesse de forma estável, mas que também representava os interesses dos Estados Unidos, que nessa época uniam a qualidade de maior potência econômica, política e bélica do planeta, além de serem o maior credor mundial (BELLUZO, 1995, p. 13).

Houve o estabelecimento do sistema de paridades cambiais fixas, mas ajustáveis, baseadas no padrão internacional ouro-dólar, “isto é, um regime em que as taxas de câmbio são fixas mas há possibilidade de que sejam alteradas em presença de desequilíbrios externos considerados fundamentais”. Nesse quadro, foi estabelecido o valor fixo de US\$ 35,00 por onça de ouro, e os demais países deveriam indicar a paridade de suas moedas a partir disso. Todos os países envolvidos se comprometeram a garantir a conversibilidade de suas moedas (BARUCO, 2005, p. 26-27).

O atrelamento do dólar ao ouro, mesmo que indireto, permitia, bem ou mal, que este alicerçasse um sistema financeiro e monetário internacional, que comportava a existência de autoridades estatais, dotadas de instrumentos que lhes possibilitavam controlar a criação de crédito e assegurar a relativa subordinação das instituições financeiras e do capital de empréstimo às necessidades do investimento industrial (CHESNAIS, 1996, p. 249-250).

Os Estados Unidos, emissores da moeda internacional de reserva (dólar), tornavam-se os reguladores do sistema capitalista, garantidores da demanda efetiva e emprestadores “de última instância”. “Para os países membros do sistema hegemônico esta função reguladora era uma garantia *ex ante* de políticas nacionais expansionistas continuadas e estratégias de crescimento neo-mercantilistas” (BELUZZO, 1995, p. 14).

²¹ Santos (2003, p. 5-6) argumenta que a estratégia da esquerda, para sua inclusão no contrato social (as “classes perigosas foram excluídas do contrato social do Estado Liberal”), se divide em duas: a primeira concentrava sua luta dentro da institucionalidade do Estado, objetivando um reformismo gradual; a segunda desenvolvia uma luta, violenta ou não, fora da legalidade do Estado. A primeira estratégia culminou nos Estados de bem-estar social, e a segunda teve na Revolução Russa seu grande expoente.

Duas instituições internacionais foram criadas para auxiliarem na coordenação dessa nova ordem mundial: o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), hoje, denominado Banco Mundial. Os dois organismos, entretanto, ficaram aquém do que planejavam White e Keynes (BELLUZO, 1995, p. 13), e eram caracterizados pela discrepância de poder, entre alguns países desenvolvidos e os demais, na tomada de decisões.

O Banco Mundial foi edificado para financiar a reconstrução do continente europeu, palco principal da Segunda Guerra, e, à medida que esse objetivo era concretizado, passou a prover as necessidades dos países. Já o FMI era responsável pela “monitoração do sistema monetário e financeiro internacional”, além de prevenir “desvalorizações competitivas” (BARUCO, 2005, p. 25-26). O controle do risco de crédito, entretanto, era terceirizado às empresas privadas de *rating*.

Dentro das fronteiras dos países, se arquitetava o que ficou conhecido como Estado de bem-estar social (*welfare states*)²², também conhecido como Estado Providência, “liberalismo embutido” (HARVEY, 2011, p. 20), socialdemocracia ou “keynesianismo social”, já que há amplo reconhecimento da influência de Keynes nesse construto social (BARUCO, 2005, p. 19). Essa forma de organização político-econômica representava a adoção de aspectos não liberais no sistema capitalista (BOBBIO, 1988, p. 86), visando conciliar a acumulação capitalista com sua legitimação sob o ponto de vista do proletariado (BARUCO, 2005, p. 20), pois garantia a oferta de mais direitos sociais a este sem, no entanto, colocar em risco o controle dos meios de produção e as instituições do Estado capitalista.

O diagnóstico realizado por “dois cientistas sociais eminentes, Robert Dahl e Charles Lindblom” era de que “tanto o capitalismo como o comunismo em suas formas puras tinham falhado”, e “o único caminho que restara era chegar a uma correta combinação de Estado, mercado e instituições democráticas para garantir a paz, a inclusão, o bem-estar e a estabilidade” (HARVEY, 2011, p. 20).

O Estado de bem-estar social atribuía ao poder público o dever de “concentrar-se no pleno emprego, no crescimento econômico e no bem-estar de seus cidadãos”. Para tanto, a atuação do Estado no domínio econômico excedia a concepção de Estado Mínimo idealizada pelos liberais dos séculos anteriores, pois “o poder do Estado deveria ser livremente

²² É necessário frisar, sob pena de se cometer um enorme reducionismo histórico de caráter etnocêntrico, que o Estado de bem-estar social é uma categoria restrita aos países desenvolvidos do Norte, pois nunca foi concretizado algo parecido em boa parte do “Terceiro Mundo” (BARUCO, 2005, p. 20) (HARVEY, 2011, p. 21). O Brasil, por exemplo, é um “Estado social sem nunca ter conseguido instaurar uma sociedade de bem-estar” (STUCHI, 2018, p, 160).

distribuído ao lado dos processos de mercado – ou, se necessário, intervindo ou mesmo substituindo tais processos” (HARVEY, 2011, p. 20).

Houve, então, um maior planejamento econômico por parte do Estado, que também, em alguns casos, exercia diretamente a atividade econômica através de empresas estatais. Políticas econômicas e fiscais foram implantadas “para suavizar os ciclos de negócio e assegurar um nível de emprego razoavelmente pleno” (HARVEY, 2011, p. 20-21).

O período pós-guerra, caracterizado pelo sistema Bretton Woods, no plano internacional, e pelo *welfare state*, no plano interno, logrou êxito na condução de um crescimento econômico estável, mesmo se reconhecendo críticas²³. Nos países centrais do capitalismo, “os controles sobre a livre mobilidade do capital”, “a ampliação dos gastos públicos” e as participações direta e indireta do Estado na economia propiciaram, nos anos 50 e 60, taxas de crescimento elevadas, baixa inflação e baixo desemprego (BARUCO, 2005, p. 21-22, 28-29) (HARVEY, 2011, p. 21).

O sistema de Bretton Woods, entretanto, começou a manifestar problemas já na década de 60. A economia estadunidense começou a apresentar “crescentes déficits em suas contas externas”, por causa dos recursos despendidos pelo Tesouro Americano na reconstrução europeia, pelos gastos com a Guerra Fria (e uma de suas crias, a Guerra do Vietnã), pela recuperação competitiva de países como Alemanha e Japão e pela constituição de um mercado de dólares na Europa (BARUCO, 2005, p. 33). Os Estados Unidos, portanto, já não conseguiam mais manter uma baixa inflação, algo necessário para o bom funcionamento do padrão ouro-dólar de taxas de câmbio fixo (mas ajustáveis) vigente; ao contrário, “o dólar começa a sofrer sério descompasso em relação às demais moedas e as taxas diferenciais de inflação entre Estados Unidos e outras economias capitalistas produzem um desequilíbrio fundamental nas taxas de câmbio” (GARLIPP, 2001, p. 116-117 apud BARUCO, 2005, p. 34).

Nesse cenário de “oferta excessiva” de dólar (BELUZZO, 1995, p. 14), que gerava o descrédito deste, os Estados Unidos já não suportavam mais os sucessivos déficits em nome da manutenção da liquidez internacional. Como consequência, em 1971, o presidente em exercício, Richard Nixon, declarou o fim da conversibilidade dólar-ouro, e, até 1973, “todos

²³ O sistema de Bretton Woods, por exemplo, foi “menos internacionalista” do que sonhavam seus idealizadores, e os interesses provenientes dos Estados Unidos submeteram o FMI. Da mesma forma, Padoan (1986 apud BELUZZO, 1995, p. 14) sugere que houve três benefícios principais, aos Estados Unidos, por serem o emissor da moeda de reserva internacional. Primeiramente, isso os propiciou suportar a maior parte dos custos relativos ao Tratado do Atlântico Norte, uma iniciativa estratégica fundamental, do ponto de vista estadunidense, na Guerra Fria. Em segundo lugar, “permitiu a expansão da indústria americana e de seu estilo tecnológico (o fordismo)”. Por último, favoreceu o crescimento de seus bancos (BELUZZO, 1995, p. 14).

os países desenvolvidos abandonaram o regime cambial de Bretton Woods” (BARUCO, 2005, p. 34). A partir daí foi adotado um sistema de taxas de câmbio flexíveis, “e as tentativas de controlar a flutuação logo foram abandonadas” (HARVEY, 2011, p. 22).

O sistema de Bretton Woods também já se mostrava insuficiente para manter a prosperidade econômica alcançada em seus “anos dourados”. “Os sinais de uma grave crise de acumulação eram em toda parte aparentes, e o desemprego e a inflação se ampliavam em toda parte, desencadeando uma fase global de ‘estagflação’” (HARVEY, 2011, p. 22).

A queda do crescimento era refletida na diminuição de arrecadação dos impostos, o que configurava uma situação preocupante diante do aumento dos gastos sociais nos anos anteriores: “a Grã-Bretanha, por exemplo, teve de ser salva com recursos do FMI em 1975-76” (HARVEY, 2011, p. 22).

Diante da crise, duas respostas foram ventiladas: de um lado, defendia-se o aumento do controle e da regulação da economia pelo Estado, o que aconteceu em países europeus por meio de partidos socialistas e comunistas que lá figuravam, como em Portugal, na Espanha e em países escandinavos (HARVEY, 2011, p. 22-23).

Mesmo nos Estados Unidos, o Congresso, controlado pelos democratas, lançou uma ampla onda de reformas regulatórias no começo da década de 1970 (promulgada por Richard Nixon, um presidente republicano que, no processo, chegou ao ponto de dizer que ‘agora somos todos keynesianos’), que regulavam tudo, da proteção ambiental à segurança e à saúde ocupacionais, passando pelos direitos civis e pela proteção ao consumidor (HARVEY, 2011, p. 22-23).

No lado oposto, estavam “os que pretendiam liberar o poder corporativo e dos negócios e restabelecer as liberdades de mercado [...]. Em meados da década de 1970, os interesses deste último grupo passaram ao primeiro plano” (HARVEY, 2011, p. 23).

As ideias dos neoliberais, então, passaram a ganhar força. No campo ideológico, o filósofo político austríaco Friedrich von Hayek, cujas ideias foram ofuscadas pelas de Keynes no pós-Segunda Guerra, virou protagonista ao ser consagrado Prêmio Nobel da Economia em 1974, assim como o economista estadunidense Milton Friedman, dois anos depois. O ideário era propagado nas universidades, escolas, igrejas e associações profissionais (HARVEY, 2011, p. 31, 51-54).

Outro fator que corroborou para a neoliberalização foi a “elevação de preços pela OPEP²⁴, que veio com o embargo do petróleo de 1973”. Harvey (2011, p. 35-38) argumenta, “a partir de relatórios das agências de informação britânica, que os Estados Unidos estavam se

²⁴ OPEP: Organização dos Países Exportadores de Petróleo.

preparando para invadir esses países em 1973 para restaurar o fluxo do petróleo e baixar os preços”, mas que a pressão estadunidense resultou na concordância dos sauditas em reciclarem seus petrodólares nos bancos de Nova York. A entrada desses petrodólares fez com que esses bancos pressionassem as autoridades por maior abertura econômica, visando oportunidades vantajosas no exterior. O capital excedente sentia a necessidade de uma expansão geográfica em busca do mais valor, em consonância com a concepção do capitalismo como sistema mundial. Como enuncia Harvey (2013, p. 30), “a virada subsequente para a neoliberalização incluiu derrubar toda possível barreira ao desdobramento lucrativo do excedente”.

A virada neoliberal teve início nos Estados Unidos e na Inglaterra, além, é claro, da experiência chilena, imposta por um golpe civil-militar com apoio estadunidense, que destituiu do poder Salvador Allende e que serviu como laboratório. Nos Estados Unidos, Paul Volcker, presidente do “Federal Reserve Bank” (de 1979 a 1987) nos governos de Jimmy Carter e Ronald Reagan, promoveu uma mudança draconiana na política monetária dos Estados Unidos. “O governo Reagan então ofereceu apoio político necessário por meio de mais desregulação, cortes de impostos, cortes orçamentários e ataques ao poder sindical e profissional” (HARVEY, 2011, p. 33-34). Na Inglaterra, com a chegada de Margaret Thatcher ao poder, em 1979, entrou “na ordem do dia o monetarismo e o rígido controle orçamentário”, e o endurecimento contra os sindicatos, na nacionalizada economia inglesa, nas negociações e privatizações (HARVEY, 2011, p. 68-69).

No início dos anos 1980, tanto o FMI como o Banco Mundial, instituições fundamentais da economia global, acabaram de eliminar seus resquícios keynesianos e também se tornaram “centros de propagação e implantação do ‘fundamentalismo do livre mercado’ e da ortodoxia neoliberal. Em troca do reescalonamento da dívida, os países endividados tiveram de implementar reformas institucionais” neoliberais (HARVEY, 2011, p 38).

Harvey (2011, p. 25-26), baseado em estudos econômicos, argumenta que o neoliberalismo pode ser interpretado como um projeto para restituir o poder de classe: nesse sentido, afirma o autor que “a parcela da renda nacional nas mãos do 1% mais rico caiu de uma taxa de 16% antes da Segunda Guerra Mundial para menos de 8% depois dela” e que “depois da implementação de políticas neoliberais no final dos anos 1970, a parcela da renda nacional do 1% mais rico dos Estados Unidos disparou, chegando a 15% [...] perto do final do século”.

1.5.2 O (neo)liberalismo e a financeirização econômica

Um dos maiores expoentes do neoliberalismo, Hayek pregava que o Estado deveria ser reduzido ao mínimo necessário, estabelecendo leis gerais e abstratas que deixassem claro quais seriam as regras do jogo e que otimizassem a concorrência, evitando, portanto, que surpresas provenientes de comandos do Estado interferissem na atividade econômica. Nesse quadro, as “virtudes burguesas” seriam capazes de prover, mais eficientemente, o desenvolvimento econômico (ESPADA, 2009, p. 11-16).

As regras gerais e abstratas valeriam igualmente para todos, concretizando o denominado “governo das leis”, que se contrapõe ao “governo dos homens” (ESPADA, 2009, p. 15). Trata-se de uma crítica ao Estado de bem-estar social e ao Estado Socialista, que, em nome de seus fins, garantiam ao governo amplos poderes para agir discricionariamente, o que configuraria um “governo arbitrário” e acabaria por resultar num tratamento diferenciado entre as pessoas (ESPADA, 2009, p. 15-16) (HAYEK, 2009, p. 103-105). Para Hayek, o verdadeiro Estado de Direito consistia no que consagrasse regras estáveis (que tendiam a ser permanentes) e submetesse todos os cidadãos de forma igual, gerando a igualdade perante a lei, “condição primeira da liberdade” (ESPADA, 2009, p. 16). Do outro lado, estão os estados “coletivistas”, incompatíveis com a democracia: “é evidente que o Estado de direito não poderia ser preservado numa democracia que entendesse decidir cada conflito de interesses, não segundo regras previamente estabelecidas, mas com base <<nos seus méritos>>” (HAYEK, 2009, p. 61, 100, 115).

A veneração da liberdade, além de justificar a igualdade de todos perante a lei, fundamenta, também, a valorização do indivíduo em detrimento do intervencionismo, pois, segundo a teoria neoliberal, seria ele o mais indicado para ser o responsável por suas ações e bem-estar, respaldando, dessa forma, o Estado (neo)liberal como a organização política que mais possibilita a busca pela felicidade. Consagra-se, portanto, um “sistema que acentua a responsabilidade individual” em vez de proporcionar estruturas de seguridade social (ESPADA, 2009, p. 15-16) (HARVEY, 2011, p. 86).

No neoliberalismo, há uma retomada dos princípios da economia clássica, do governo limitado, do comércio livre e do livre empreendimento (ESPADA, 2009, p. 12). Somente diante dessas diretrizes, é que o mercado poderia se desenvolver da melhor maneira possível.

Hayek defendeu o mercado como mecanismo de descoberta e de inovação, pela sua capacidade única de tratamento de informação descentralizada entre milhões de indivíduos que utilizam o melhor dos seus conhecimentos para perseguir os seus

próprios propósitos. Nenhum sistema centralizado conseguirá alguma vez lidar com uma quantidade de informação sequer comparável à que é a cada instante processada pelo mecanismo impessoal e descentralizado do mercado (ESPADA, 2009, p. 15).

Nessa linha, o mercado é visto como um mecanismo eficiente e criativo para a alocação de recursos, desenvolvimento de novas tecnologias e atendimento às demandas sociais, e, por isso, o Estado deve reduzir os entraves burocráticos e sua participação na economia em prol da otimização da competitividade dos agentes privados. A racionalidade da liberalização e do mercado, conseqüentemente, geraria um ganho de produtividade e uma diminuição dos custos, que seriam benéficos a todos (HARVEY, 2011, p. 75-76). Mas, como nem tudo é perfeito, os que não surfassem na grande onda do progresso trazido pelo neoliberalismo, isto é, os pobres, deveriam ser atendidos pelo Estado com uma espécie de imposto de renda negativo – um subsídio em dinheiro. Dessa maneira, não haveria interferência ou distorção na impessoal sociedade de mercado e nem a criação de estruturas públicas muito grandes na mitigação da pobreza (FRIEDMAN, 2014, p. 195-196).

Para a concretização do ideário neoliberal, Friedman (2014, p. 63, 76-77, 150-152, 176) ponderava que os governos deveriam adotar taxas de câmbio flutuantes, determinadas pelo mercado, e a remoção das barreiras comerciais, pois estas prejudicariam tanto os países que as adotassem como os demais. O autor, ainda, via com desconfiança as regulações trabalhistas, e julgava ser arbitrária a adoção de modelos tributários progressivos, pois atentariam contra a liberdade.

A sistematização dos princípios econômicos do neoliberalismo pode ser encontrada numa cartilha constituída por dez diretrizes, elaborada em novembro de 1989, numa reunião composta por membros do FMI, do Banco Mundial e do Tesouro dos Estados Unidos, com o escopo de auxiliar os latino-americanos na implementação de uma agenda neoliberal que os ajudaria a superar a calamidade econômica dos anos 1980 (BARUCO, 2005, p. 55-56). Estas dez diretrizes, conhecidas como “Consenso de Washington”, são: disciplina fiscal, redução dos gastos públicos, reforma tributária, liberalização financeira, taxas de câmbio de mercado, abertura comercial, abertura para investimento estrangeiro direto, privatização das estatais, desregulamentação (afrouxamento das leis econômicas e trabalhistas) e sólidos direitos de propriedade intelectual (RODRIK, 2006, p. 978).

Nota-se, então, que o neoliberalismo objetiva “a livre mobilidade do capital entre setores, regiões e países”, o que amplifica a competição internacional, “tida como saudável”, já que melhora a “eficiência e a produtividade”, dando fim a empresas obsoletas e inoportunas e, conseqüentemente, ajuda a reestruturar a alocação do capital interno, e, por outro lado,

reduz os preços, algo valioso no combate às “tendências inflacionárias” (HARVEY, 2011, p. 76).

Como explica Harvey (2011, p. 75), apontar qual a configuração que o Estado deve ter na ordem econômica neoliberal é “razoavelmente fácil”. Entretanto, para além das ideias, os Estados apresentam condutas que se distanciam, em maior ou menor grau, da teoria, por motivos que vão desde as contradições da própria teoria ao desenvolvimento histórico particular de cada país, perpassando, obviamente, pelos interesses das classes mais poderosas e por necessidades competitivas (HARVEY, 2011, p. 77-90).

Uma das facetas mais acentuadas da ordem neoliberal é a globalização financeira. Os avanços tecnológicos da segunda metade do século XX, sobretudo na área das tecnologias da informação, com o advento da internet, propiciou uma grande compressão do espaço-tempo global. Desse modo, a capacidade dos agentes financeiros de realizar transações cresceu exponencialmente, possibilitando que diversas operações fossem realizadas em segundos.

O ideário neoliberal, na medida em que prega a “eliminação das regulamentações e controles nacionais anteriormente existentes”, propiciou um “crescimento fenomenal do volume das transações”, gerando inúmeras “inovações financeiras”. Nesse panorama, “a esfera financeira representa o posto avançado do movimento de mundialização do capital, onde as operações atingem o mais alto grau de mobilidade” (CHESNAIS, 1996, p. 239, 243).

Como pondera Nunes (2011, p. 9-11), a globalização financeira está atrelada a três processos: a desintermediação, a descompartimentação e a desregulação. O primeiro consiste na eliminação da necessidade de um intermediário nas transações financeiras entre credor e devedor, possibilitando que os grandes investidores institucionais, e mesmo investidores menores, tenham “acesso direto e em tempo real aos mercados financeiros de todo o mundo para a colocação dos fundos disponíveis e para a obtenção de crédito”, o que evita os custos provenientes de uma intermediação por uma banca: tal processo foi favorecido amplamente pelas agências de *rating*. O segundo processo, a descompartimentação, “significa a perda de autonomia de [...] vários mercados até há poucos separados (mercado monetário, mercado financeiro, mercado de câmbio, mercados a prazo) e agora transformados em um mercado financeiro único” “mundial”. Por fim, a desregulamentação compreende a “plena liberalização dos movimentos de capitais”.

A globalização financeira, então, foi conformada por liberalizações nacionais – os Estados buscavam promover seu setor financeiro através de uma “competitive deregulation” – , por um lado, sem a criação de regulamentações interestatais que visassem dar um ar saudável ao processo, por outro. Entretanto, a globalização financeira propiciou o

desenvolvimento de vários arranjos informais de autogovernança e a criação de “autoridades privadas”, em contraposição à autoridade pública do Estado e à legitimidade democrática, o que acabou por bloquear ainda mais sua soberania de tomar decisões que interessam a toda coletividade (KERWER, 2001, p. 2)²⁵.

Dessa forma, os próprios agentes capitalistas puderam criar mecanismos de coordenação, de acordo com seus interesses, o que acabou por criar um ambiente perfeito para o crescimento das finanças muito acima da economia real. Se, no sistema capitalista, as finanças são essenciais ao sistema produtivo e têm de andar à frente da economia real, provendo crédito para que os agentes econômicos desempenhem suas atividades (por exemplo, uma fábrica que gastou todo seu capital num determinado lote de produção não pode parar de produzir até ocorrer a venda de sua produção e, portanto, necessita de empréstimo), hoje em dia, a distância entre finanças e economia real é obscenamente grande (CHANG, 2013, p. 187-189).

De acordo com um cálculo baseado em dados do FMI de autoria de Gabriel Palma, meu colega em Cambridge e proeminente autoridade em crises financeiras, a razão do estoque de ativos financeiros para a produção mundial aumentou de 1,2 para 4,4 entre 1980 e 2007. [...]. Isso significava que um número cada vez maior de títulos de créditos estavam sendo criados para cada ativo real e atividade econômica subjacente. A criação de derivativos financeiros no mercado imobiliário, que foi uma das principais causas da crise de 2008, ilustra muito bem esse ponto (CHANG, 2013, p. 186-187).

O resultado da globalização financeira foi a enorme proliferação de diversos produtos financeiros, por meio da securitização, e a realocação do capital para “investimentos” fora da esfera produtiva. Ainda, a permissividade à criatividade do mercado para gerar produtos financeiros significou a “criação de ativos financeiros tão complexos que, por vezes, até mesmo os investidores mais experientes enfrentam dificuldades para identificar sua essência” (GULLO, 2014, p. 19-20). Para ilustrar, menciona-se que 10 bilhões de dólares em *collateralized debt obligations* (CDO's) foram “distribuídos” em 2000, enquanto que a cifra chegou a aproximadamente 200 bilhões em 2006 (SKRETA; VELDKAMP, 2009, p. 2).

As agências de *rating*, por sua vez, ajudaram a fomentar “esta estrutura cada vez mais alta de ativos financeiros oscilando sobre a mesma base de ativos reais” (CHANG, 2013, p. 187), uma vez que os serviços pagos pelos emissores prejudicam seu rigor científico na avaliação de risco de crédito de produtos estruturados, como ficou claro nas boas notas recebidas por produtos como os CDOs e na confissão da Moody's supracitadas: a relação

²⁵ A reconfiguração da soberania na globalização financeira será aprofundada no terceiro capítulo.

entre incerteza e risco foi contaminada²⁶ pelo ânimo da busca do lucro pelo mercado privado de *ratings*, o que gerou a estruturação e posterior certificação de qualidade (certificação suficiente ao mercado carente de alternativas e sem condições de processar a qualidade real dos ativos estruturados), pelas “autoridades epistêmicas” (conceito que será fundamentado ainda neste capítulo), de produtos duvidosos do teto da pirâmide.

Da mesma forma, a alavancagem financeira dos bancos no contexto da crise de 2008 tornou patente o preço da total falta de controle do setor financeiro global. Dowbor (2009, p. 3-4) explica que há um “acordo de cavalheiros” (tendo em vista que ninguém fiscaliza seu cumprimento) no âmbito do BIS, que estipula que a alavancagem (“a relação entre o dinheiro que empresta” “e o dinheiro que precisa ter para não ficar ‘descoberto’”) dos bancos não deve exceder a razão de 9. Todavia, os bancos estadunidenses que quebraram na crise de 2008 “tinham uma alavancagem da ordem de 1 para 40”.

Chesnais (2000, p. 8-9) explica que a possibilidade de ganhar dinheiro em curtíssimo prazo fez brilhar os olhos do mercado financeiro, o que causou um “impulso extremo de fetichismo” rumo às finanças, tornando estas uma “potência autônoma frente à sociedade”. Como corolário, “os proprietários de títulos financeiros, beneficiários de juros e de dividendos, consideram que o ‘capital’ deles vai fornecer-lhes uma receita ‘com a mesma regularidade que a pereira dá pêras’”

Sob uma perspectiva marxista, Saad Filho (2011, p. 7) conceitua que a tão referida “globalização” se refere à “transnacionalização dos circuitos de acumulação”, uma tendência natural da expansão capitalista rumo à obtenção de mais valor (HARVEY. 2013). Nesta nova ordem capitalista, neoliberal e financeira,

as “finanças” incluem não apenas os bancos e instituições de investimento (fundos de pensão, fundos mútuos, bolsa de valores, seguradoras e outras firmas lidando principalmente com o capital portador de juro), mas também o braço financeiro do capital industrial, cuja lucratividade depende cada vez mais da engenharia financeira (SAAD FILHO, 2011, p. 7)

Harvey (2011, p. 41) endossa essa visão ao afirmar que “a partir de mais ou menos 1980 não era incomum que as empresas tivessem prejuízos na produção compensados por ganhos de operações financeiras”. Nesse diapasão, o autor explica que, no neoliberalismo, houve uma “dramática redução da separação entre capital monetário que recebe dividendos e

²⁶ Uma outra confissão do gritante conflito de interesses do modelo “emissor paga”, na crise de 2008, foi evidenciada por uma troca de mensagens entre dois analistas da Standard & Poor’s sobre a avaliação de produtos estruturados: “it could be structured by cows and we would rate it”, disse um dos analistas (FREIFELD; VISWANATHA, 2015).

juros” “e capital produtivo”, sintetizando que “a neoliberalização significou a ‘financeirização’ de tudo”²⁷ (HARVEY, 2011, p. 41).

A financeirização econômica chega a tal ponto que submete mesmo o ideário (neo)liberal à necessidade de preservação do sistema financeiro. Harvey (2011, p. 83) interpreta que a proteção do sistema financeiro pelo Estado, mesmo quando o perigo de quebra tenha sido causado por más decisões dos agentes, talvez consista na prática mais difícil de conciliar com a ortodoxia neoliberal, já que, para esta, os agentes do mercado devem ser responsáveis por suas escolhas. Sob a máxima que algumas corporações são “muito grandes para quebrar” (“too big too fail”), exemplos de resgate de agentes do mercado pelos Estados não faltam, como “o caso da crise de poupança e empréstimo norte-americana de 1987-88, que custou aos contribuintes cerca de 150 bilhões de dólares” (HARVEY, 2011, p. 83). Na crise de 2008, o governo estadunidense, mais uma vez, interveio para evitar uma sucessão de colapsos ainda maior.

Dowbor (2009, p. 10-15), entretanto, mesmo admitindo que a maior parte das finanças serve a fins especulativos²⁸, distingue investimento e aplicação financeira (especulação). Enquanto o primeiro propicia que o dinheiro obtido via mercado financeiro seja utilizado para fins produtivos, o segundo corresponde a um processo que “apenas se transfere ativos financeiros de uma área para outra”, não gerando “produto ou serviço algum”. Um exemplo de especulação seria o “*carry trade*, onde um especulador pega um empréstimo barato por exemplo no Japão, e aplica onde rende mais, por exemplo no Brasil”. Ou seja, “não produz nada”.

Os títulos públicos brasileiros são (deveriam ser) um exemplo da utilização não especulativa do mercado financeiro, pois, segundo o governo, são “emitidos pelo Tesouro Nacional com a finalidade de captar recursos para o financiamento da dívida pública, a educação, a saúde e a infraestrutura do país” (BRASIL, 2017), permitindo, assim, uma ampliação do rol de credores no financiamento dos serviços públicos oferecidos pelo Estado. Almeida et al (2017, p. 269-271, 288-289) dão outro exemplo ao demonstrarem as dificuldades na captação de recursos, por corporações, oriundas do rebaixamento do *rating* de

²⁷ “No Brasil usa-se também ‘financeirização’. Mas como se trata da sujeição de toda a economia ao capital financeiro para fins especulativos de acumulação do capital e não para outros fins, produtivos, criando o chamado ‘capital fictício’, preferimos insistir em ‘financeirização’”, esclarece Harvey (2011, p. 41-42).

²⁸ O tema da especulação financeira será retomado no terceiro capítulo, com ênfase em seus reflexos econômicos e políticos e nas possibilidades que a política tem para reconfigurar as relações entre capital produtivo e financeiro.

crédito, que estão diretamente relacionadas à queda em seus investimentos²⁹, deixando clara a importância dos papéis creditícios para a produção das empresas.

Há, ainda, uma literatura que estuda como a participação de estrangeiros na dívida interna dos países, ampliada na presente globalização, traz benefícios a estes, gerando uma diminuição nas taxas de juros dos títulos públicos, e até diminuindo a volatilidade financeira (MARCILLY, 2009, p. 3) (PEIRIS, 2010, p. 16) (VALE, 2012, p. 33). Peiris (2010, p. 16) estudou a participação estrangeira na dívida interna de 10 países “emergentes”³⁰, e concluiu que seu aumento tende a reduzir os juros (*yields*) dos títulos de longo prazo, além de não gerar um aumento da volatilidade dos juros destes títulos; ao contrário, “could even dampen volatility in some instances”. Vale estudou a participação estrangeira na dívida pública interna brasileira e concluiu que esta resulta na “redução das taxas de juros de longo prazo (NTN-F) e no aumento do prazo dos papéis prefixados”. Ou seja, a participação estrangeira “diminui os repasses de recursos do setor público para o setor privado por meio dos juros”, melhora a “sustentabilidade” da dívida pública ao estender o prazo dos papéis e reduz “a volatilidade das taxas prefixadas de longo prazo” (VALE, 2012, p. 33).

Como, na esteira da competitividade, é necessário que o Estado pareça atraente ao mercado financeiro, para adquirir seus capitais e conseguir financiamentos vantajosos, este deve parecer confiável às agências de classificação de risco de crédito, que são as “autoridades epistêmicas” que avaliam o que é *creditworthiness* e risco de crédito, centralizando, de certa forma, a avaliação de informações que ocorre de maneira tipicamente descentralizada no mercado.

1.6 A ausência de alternativas e a “autoridade epistêmica” das agências de *rating*

1.6.1 A ausência de alternativas aos grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito

A possibilidade dos emissores de papéis creditícios buscarem financiamento no mercado financeiro, cada vez mais globalizado, fomenta a demanda por informações, de investidores, de sua confiabilidade. Nesse panorama, as agências de *rating* avaliam a *creditworthiness* de papéis de entidades como países (e os entes subsoberanos) e corporações

²⁹ “Investment rate is the ratio of annual capital expenditures to lagged net property, plant, and equipment” (Almeida et al, 2017, p. 269).

³⁰ Os 10 países são: Brasil, República Tcheca, Hungria, Indonésia, México, Malásia, Coréia do Sul, Tailândia, Turquia e Polônia (PEIRIS, 2010, p. 5).

(financeiras ou não). As agências privadas de *rating*, entretanto, não são as únicas fontes externas de informações de risco de crédito; além do mais, alguns grandes investidores possuem seus próprios sistemas internos de avaliação de risco, e o mercado pode interpretar determinados comportamentos do mundo financeiro para alocar seu capital.

Uma medida usada pelo mercado para avaliar risco de crédito são os *spreads* de *credit default swap* (CDS). Os CDSs são seguros contra a inadimplência que remuneram seu portador em caso de *default* da instituição especificada no contrato, como uma corporação ou um país soberano (EUROPEAN UNION, 2015, p. 45-46). Trata-se, então, de uma avaliação em que se associa a valorização de CDSs ao aumento da probabilidade de *default* da instituição especificada. Da mesma forma, o mercado observa preços dos títulos e ações e o lucro das corporações. Todavia, estas análises voláteis do mercado, baseadas em observações quantitativas momentâneas, diferem das avaliações das agências privadas de *rating*, na medida em que estas criam métodos e categorias analíticas e visam propiciar avaliações de médio prazo (KIFF; NOWAK; SCHUMACHER, 2012, p. 16).

Na avaliação de risco atrelado a países, destaca-se o “country risk”³¹ medido pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que examina o risco de “transferência & conversibilidade” (“the risk a government imposes capital or exchange controls that prevent an entity from converting local currency into foreign currency and/or transferring funds to creditors located outside the country”) e de força maior (como em casos de guerras, desastres naturais, revoluções). Como o próprio órgão admite, essas avaliações não são comparáveis ao risco soberano analisado pelas agências de *rating*, e são mais próximas da categoria “teto soberano” utilizada por elas. Ainda, o “country risk” não abrange os próprios países da OCDE e outros desenvolvidos, por considerar que estes não apresentam o risco que analisam. Ao todo, a OCDE avalia o “country risk” de 141 países (incluindo Macau e Hong Kong, ambos territórios pertencentes à China), que recebem nota de 0 a 7 de acordo com o risco averiguado, sendo 0 a melhor nota – o Brasil recebe a nota “5” (OCDE, 2018a) (OCDE, 2018b, p. 1-5).

As denominadas *Central Credit Registers* (CCRs), que avaliam risco de crédito (“credit exposure”), e as *Central Financial Statements Databases* (CFSDs), que avaliam a “qualidade de crédito das contrapartes” (“counterparties”) a “que os bancos estão expostos”,

³¹ O “country risk”, avaliado pela OCDE, não se confunde com “risco país”, medido pelo banco estadunidense JP Morgan. Toledo (2002, p. 139) explica que este “risco país” “não é uma taxa de risco, mas um *spread*. Ele é definido e calculado pela simples diferença entre duas taxas de juros: a do país, e a dos títulos do governo americano (ambos na mesma moeda), usada como taxa-padrão.” Fica claro, pela abordagem que adota, que o JP Morgan considera os títulos do governo estadunidense (“Treasury Bonds”) os mais seguros do mundo.

são bases de dados processadas e compartilhadas em âmbito nacional, gerenciadas pelos bancos centrais, e que focam em corporações. Dessa forma, seu escopo (avaliação de corporações) e alcance (compartilhadas apenas internamente, sendo que em muitos casos, ficam indisponíveis para vários participantes do mercado) são limitados (EUROPEAN UNION, 2015, p. 54-56).

Ainda, há publicações como a Institutional Investor, que divulga a cada seis meses suas avaliações de risco, e a Euromoney, que disponibilizam informações sobre alguns emissores (BORENSZTEIN; COWAN; VALENZUELA, 2007, p. 6) (BROOKS; FAFF; HILL; 2010, p. 1334).

Por mais que existam essas alternativas, argumenta-se que nenhuma delas fornece informações comparadas sobre uma gama variada de emissores de diferentes naturezas, e esta é a grande diferença das agências de *rating*: elas avaliam a *creditworthiness* de emissores e emissões de qualquer natureza (KERWER, 2001, p. 12), tendo como norte a possibilidade de compará-los (STANDARD & POOR'S, 2011, p. 1), o que torna possível uma comparação entre um *Asset-Backed Commercial Paper* de um emissor de Detroit e papéis do Estado da Bahia. Uma outra diferença é que as agências atuam permanentemente, podendo, a qualquer momento, realizar uma ação de *rating* relacionada a algum emissor, como uma mudança de nota ou relatórios sobre perspectivas como *creditwatch* e *outlook*.

A Standard & Poor's atribui ratings de crédito a emissores e emissões, e se esforça para manter a comparabilidade dos ratings entre setores e ao longo do tempo. Isso é, a Standard & Poor's busca que cada símbolo de rating indique o mesmo nível de qualidade de crédito para emissores e emissões em diferentes setores e momentos diferentes. O aprimoramento da comparabilidade requer a calibração dos critérios de determinação dos ratings (STANDARD & POOR'S, 2011, p. 1).

As agências de *rating*, então, estabelecem critérios de avaliação para os diferentes tipos de ativos, utilizam escalas de notas semelhantes para eles, possibilitando comparações, e, até mesmo, estabelecem relações entre diferentes classes de ativos e o risco soberano, como será visto no próximo capítulo.

Num quadro em que as agências de *rating* não são as únicas a avaliarem risco de crédito, elas se destacam por serem as maiores classificadoras, uma vez que são as únicas que analisam uma vasta quantidade de emissores e emissões, dos mais variados tipos, constituindo grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito, sendo que, quanto maior o volume de papéis avaliados, maior o sistema. Dessa maneira, uma ampla gama de emissores passou a

pagar para expor seus títulos, ações, e produtos estruturados nas agências de *rating*, sobretudo nas Três Grandes, as maiores vitrines desses papéis.

Enquanto os *ratings* corporativos estiveram maciçamente presente em todo século XX, o setor de soberanos cresceu somente em seu último quarto (USLU, 2017, p. 62). Em 1975, a Standard & Poor's avaliava apenas 7 países, passando para 30, em 1990, 74, em 1998, 100, em 2004, e chegando a 132 no final de 2017 (ABDELAL; BRUNER, 2005, p. 195) (STANDARD & POOR'S, 2018b) (USLU, 2017, p. 62). Antes de 1990, o foco das agências de *rating* era os países desenvolvidos, mas a demanda aumentou devido ao desejo, dos países subdesenvolvidos, de acessarem o mercado financeiro internacional para conseguir financiamento mais barato do que os empréstimos bancários, e à vontade dos credores internacionais de acessarem os títulos desses países, que pagavam grandes prêmios (ABDELAL; BRUNER, 2005, p. 195) (USLU, 2017, p. 62).

As agências e suas classificações são hoje um componente importante da dinâmica dos mercados financeiros internacionais. Até os anos 80, o principal fornecedor de crédito externo aos governos era um grupo restrito de grandes bancos internacionais. Hoje, com o uso dos bônus e títulos como principais instrumentos de captação, em substituição aos empréstimos sindicalizados, o conjunto de credores é maior, mais difuso e heterogêneo. A profusão de países que recorrem ao mercado internacional de crédito regularmente, os problemas associados à dificuldade de comparação de dados macroeconômicos, bem como a complexidade e diversidade das economias desses países, tornam a tarefa de avaliação de risco-soberano demasiadamente dispendiosa individualmente para a grande maioria dos investidores (CANUTO; SANTOS, 2003, p. 13).

O Brasil é classificado pela Moody's desde 1986, e pela Standard & Poor's e Fitch desde 1994 (TRADINGECONOMICS, 2018a). Atualmente, o Brasil possui contrato somente com as Três Grandes, mas há outras agências que monitoram sua situação, como a canadense Dominion Bond Rating Service, as japonesas Japan Credit Rating Agency e Rating and Investment Information, a coreana NICE Investors Service e a chinesa Dagong Global Credit Rating (BRASIL, 20--?).

Além da avaliação do Estado brasileiro, a Moody's, em 01/08/2018, publicou a "Lista de Ratings para o Brasil", em que constam as avaliações de 5 estados da federação, 2 municípios, 48 instituições financeiras (entre estatais e privadas), uma seguradora, 110 corporações não financeiras (entre estatais e privadas) e 44 operações estruturadas, o que demonstra a importância que os emissores atribuem aos *ratings* de crédito dessas grandes vitrines, mesmo diante do andamento de um processo de acabar com sua força de lei (MOODY'S, 2018a).

Os produtos estruturados, que são confeccionados com a ajuda das agências de *rating* (JOSEPHSON; SHAPIRO, 2018, p. 2) (SINCLAIR, 2010, p. 8) (SINCLAIR, 2017), deram um estrondoso impulso nos negócios de risco de crédito. He, Qian e Strahan (2011, p. 131) ponderam que, na Moody's, o volume de ativos baseados em hipotecas *subprime* cresceu de 65 bilhões de dólares, no final dos anos 90, para 600 bilhões em 2006, e isso foi fundamental para o lucro da gigante de *ratings* triplicar entre 2002 e 2006, sendo que, em 2006, os produtos estruturados correspondiam a 44% de sua receita.

Os *ratings* das agências foram concebidos como informações independentes de auxílio ao mercado, embora hoje, no modelo “emissor paga”, também se caracterizem pela propaganda de ativos indecifráveis para muitos investidores, e pelo auxílio na estruturação de produtos complexos. Por meio deles, seria possível conseguir maior conhecimento sobre a capacidade creditícia de um emissor ou sobre a confiabilidade de uma emissão. Dessa maneira, permitem que investidores, que não teriam condições de criarem mecanismos próprios de avaliação de riscos, entrem no mercado que, sem as agências, ficaria restrito a bancos e outras grandes instituições financeiras, ou, então, entrariam no mercado exigindo altos retornos a todos os papéis, haja vista que careceriam de informações detalhadas e/ou uma certificação de um analista especializado (CANUTO; SANTOS, 2003, p. 8); em outras palavras, as agências de *rating* potencializam maciçamente a busca de novos credores pelos emissores, ao viabilizarem que estes as contratem diretamente para exporem sua capacidade creditícia, evitando, assim, sua exclusão no mercado financeiro. Títulos com boa qualificação, inclusive, são “aceitos como garantias em contratos de empréstimos e financiamentos, principalmente, quando representarem a classificação máxima ‘triplo A’”. Nessa senda, torna-se indispensável, para um emissor ou emissão, conquistar uma boa nota das agências de *rating* e, por conseguinte, conseguir um acesso mais vantajoso ao mercado financeiro, ou seja, “uma maior facilidade na captação de recursos” (GULLO, 2014, p. 22).

Desta feita, as agências de *rating* se mostram necessárias para emissores, que veem nelas as maiores vitrines (sem nada parecido) para seus produtos, e são uma ótima fonte de informação para investidores, pois estes usufruem gratuitamente de um grande volume de dados, como as notas comparáveis de diferentes ativos do mundo inteiro, e, quando querem informações mais detalhadas sobre determinado emissor, ou sobre determinado setor da economia, podem comprar, das agências, análises específicas. Nota-se, portanto, a comodidade dos investidores, que aproveitam largamente as informações disponibilizadas pelas agências financiadas pelos emissores, em detrimento do desenvolvimento de alternativas

imparciais (não financiadas pelos emissores), o que explica o fato das avaliações divulgadas pelas agências serem consideradas novidades e impactarem o mercado financeiro.

1.6.2 A “autoridade epistêmica” das agências de rating

A colossal quantidade de ativos que apreciam faz o saber das agências de *rating* ter grande notoriedade no mundo capitalista. Nesse sentido, esclarece-se que as agências não apenas julgam papéis, elas criam os critérios de julgamento: ao apreciarem a *creditworthiness* de um emissor, elas pautam sua análise nas categorias analíticas que estabeleceram para determinar o que uma alta *creditworthiness* é. Dessa forma, as agências deixam de ser consideradas apenas intermediárias nas relações de crédito: elas passam a integrar a própria relação ao ajudar a conformar as expectativas de credores e devedores (KERWER, 2001, p. 5).

As agências de *rating*, desse modo, produziriam *standards*, ou seja, “rule based on expertise that can be adopted voluntarily” (KERWER, 2001, p. 8), e a recepção destes dependeria da confiança do mercado na competição com outros *standards*. A concepção de risco de crédito e *credibility* das agências, entretanto, foi reforçada e imposta por seu uso regulatório, passando de *standards* utilizados voluntariamente para força de lei (ABDELAL; BRUNER, 2005, p. 206-207). Como já visto, os emissores tinham que obter uma determinada nota nas agências para conseguir alcançar alguns investidores, como os do maior mercado financeiro do mundo, o estadunidense. Dessa maneira, houve uma competição injusta entre a utilização obrigatória da epistemologia das agências de *rating* e o uso voluntário de outras opções, o que colaborou para a atual ausência de alternativas aos grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito, que são as agências de *rating*, mesmo após o início do processo de remoção do uso obrigatório. Como será melhor desenvolvido ainda neste trabalho, vai ficando claro que o domínio do saber das agências de *rating* (isto é, das Três Grandes), então, não foi fruto de um amplo reconhecimento como verdadeiro, pois ele sequer passou por um processo de amadurecimento científico, uma vez que ficou restrito aos três agentes situados no Norte.

Nesse panorama, em que o saber das agências de *rating* possui grande importância, e que a expressão deste saber, consubstanciado nas ações de *rating*, possui poder sancionador materializado pelos efeitos que uma avaliação negativa (rebaixamento de nota ou de perspectiva) gera no mercado financeiro, clareia-se a concepção das agências de *rating* como “autoridades epistêmicas” (KERWER, 2001, p. 5) (SINCLAIR, 2000, p. 495). Essa

autoridade das agências, baseada na percepção que o mercado tem de suas ações e em suas consequências políticas (ABDELAL; BRUNER, 2005, p. 207-208), é confirmada por diversos estudos empíricos que pesquisam o impacto das ações de *rating* nos ativos. Tal autoridade, entretanto, deve ser relativizada, tendo em vista que, apesar das agências se apoiarem em premissas científicas, são empresas privadas que operam no mercado e têm como objetivo principal a obtenção de lucro, ou seja: a construção do saber e os julgamentos das agências são contaminados pelos anseios, das agências, de angariarem clientes e, portanto, se desviam do norte científico de se buscar imparcialidade e objetividade.

Larraín, Reisen e von Maltzan (1997, p. 7-21) examinaram o impacto das ações de *rating* da Standard & Poor's e da Moody's em 26 países pertencentes e não pertencentes à OCDE, a partir de dados de 1987 a 1996, e concluíram que as ações negativas de *rating* geravam um aumento dos juros dos títulos soberanos e podiam fomentar uma fuga de capitais em países “emergentes”, enquanto que ações positivas pareciam não gerar impacto.

Kiff, Nowak e Schumacher (2012, p. 3-8) analisaram 72 países, entre subdesenvolvidos e desenvolvidos, entre 2005 e 2010, e concluíram que os *ratings* de crédito possuem “information value beyond the information already publicly available to the market” e que “credit rating agencies (CRA)’s opinions have an impact in the cost of funding of sovereign issuers and consequently ratings are a concern of financial stability”. Ou seja, as agências de *rating* disponibilizam informações concebidas como novas no mercado financeiro.

Além da influência dos *ratings* de crédito no prêmio de títulos soberanos, “credit ratings are one of the main determinants of corporate bond spreads” (BORENSZTEIN; COWAN; VALENZUELA, 2013, p. 4015). Kisgen (2006, p. 1035-1036, 1047), em seu estudo sobre o impacto dos *ratings* de crédito em corporações não financeiras, tendo como base os *ratings* da Standard & Poor's de 1986 a 2001, demonstra que estas buscam evitar *downgrades* e conseguir *upgrades* e, para tanto, aumentam ou diminuem a emissão de títulos de dívida em relação a ações, o que configura uma perda de autonomia financeira frente à necessidade de boa exposição nas vitrines de risco de crédito:

Therefore, contrary to the implications of the pecking order theory, in some cases firms that are near an upgrade may choose to issue equity instead of debt in order to obtain the benefits of a higher rating, and firms that are near a downgrade may avoid issuing debt to prevent the extra costs that result from a downgrade (KISGEN, 2006, p. 1043).

The value for the coefficient β_3 of equation (3) in column 3 of Panel A indicates that firms with a plus or minus rating annually issue approximately 1.0% less debt net of

equity as a percentage of total assets (or 1.0% more equity net of debt as a percentage of total assets) than firms in the middle. This indicates that the results are not only statistically significant but also economically significant (KISGEN, 2006, p. 1051, 1053).

I find that credit ratings directly affect capital structure decisions by managers. In regressions including dummy variables that account for a firm being close to a ratings change - both near a Broad Ratings change and near a Micro Ratings change - firms near a ratings change issue approximately 1.0% less net debt relative to net equity annually as a percentage of total assets than firms not near a ratings change. The Broad Rating results are consistent with managers being concerned with ratings-triggered costs (benefits) to the firm and the effects of regulations on bond investors. The Micro Rating results are consistent with managers viewing ratings as signals of firm quality. Capital structure decisions are affected by the potential for both an upgrade as well as a downgrade (KISGEN, 2006, p. 1067, 1069).

Nessa toada, Alagidede, Boako e Ntsalaze (2016, p. 129) sintetizam que há um “consenso na literatura” de que “ratings carry tradable and price sensitive information to the market which implies that CRAs may have access to tradable information that is not publicly available”. Essa influência das agências (mais especificamente, das Três Grandes) no preço dos ativos fez o colunista do “New York Times”, Thomas Friedman, enaltecê-las, em 1996, como um dos dois superpoderes do mundo contemporâneo, em uma célebre passagem que toma a Moody’s como exemplo.

“There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States, and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful.” (WHITE, 2010b, p. 216).

Ressalta-se, nessa linha, que há evidências de que as maiores agências causam maior repercussão no mercado financeiro, confirmando a lógica de que o oligopólio, por dominar ferozmente o mercado, tende a ter maior peso no preço dos ativos. Apesar de notar-se uma escassez de estudos sobre o impacto das agências de *rating* menores na bibliografia estudada, destaca-se que Li, Moore e Shin (2006, p. 1007) analisaram dados de 1980 a 2003 para investigar se o preço das ações das firmas japonesas, na Bolsa de Valores de Tóquio, reage mais fortemente às ações das duas maiores agências globais, Standard & Poor’s e Moody’s, ou aos *ratings* das duas maiores agências locais, Japan Rating and Investment Information e Japan Credit Rating Agency, e concluíram que os *downgrades* das estadunidenses são mais influentes do que os das agências japonesas, mesmo no Japão. “Given that the stock price reactions take place in the local (Japanese) market, we argue that this constitutes a compelling test of the influence of global versus local raters” (LI; MOORE; SHIN, 2006, p. 1020).

É necessário frisar, entretanto, que nem sempre as agências de *rating* se antecipam ao mercado, fornecendo novas informações. A experiência mostra que, em alguns casos, as agências não conseguiram prever crises financeiras, e, quando o mercado reagiu a estas, retirando capitais, as agências agiram e rebaixaram as notas dos ativos. Tal conduta foi nítida na crise asiática de 1997-1998: as agências falharam em prever a crise, demonstrando grande conservadorismo em suas classificações, mas, ao perceberem a reação do mercado, rebaixaram as notas dos países mais do que sua piora econômica justificava, agravando demasiadamente a situação destes ao contribuírem para tornar o custo para empréstimo muito caro, fazendo o capital internacional “evaporar” (FERRI; LIU; STIGLITZ, 1999, p. 335).

Segundo Ferri, Liu e Stiglitz (1999, p. 353), as agências, na crise asiática, realizaram um julgamento excessivamente baseado em aspectos qualitativos, em detrimento dos fundamentos econômicos, tanto antes da crise como após sua eclosão, o que acabou por configurar uma atuação pró-cíclica, em contraposição ao “dever ser” anticíclico da avaliação de risco de crédito. Nessa senda, Reisen e von Maltzan (1998, p. 82) já haviam demonstrado que, da mesma forma que os *ratings* negativos da Standard & Poor’s e da Moody’s provocavam o aumento nas taxas de juros de títulos soberanos e causavam volatilidade no mercado de ações, sobretudo em países “emergentes”, o mercado também antecipava os eventos de *rating*, gerando uma reação tardia das agências.

Assim, torna-se patente que as agências de *rating* possuem uma relação de mão dupla com o mercado financeiro: ora o antecipam, disponibilizando novas informações que, inclusive, impactam o preço dos ativos, ora o seguem.

1.7 Considerações finais do capítulo

Resume-se, então, que a notação de risco de crédito é uma atividade originada na esteira da calculabilidade de riscos, empreendida pela ciência moderna, com o objetivo de prever, controlar e, até, evitar, diferentes fenômenos sociais. Hoje em dia, a atividade é exercida pelo mercado privado, que é dominado por três agências do Norte global (as “Três Grandes”): as estadunidenses Standard & Poor’s e Moody’s e a estadunidense com capital parcial britânico Fitch, que operam no modelo remuneratório “emissor paga”, o que significa que os próprios emissores dos papéis pagam para que estes sejam avaliados. Ainda, salienta-se que o domínio das Três Grandes, no mercado, foi consolidado com o suporte dos EUA: desde a década de 1930, normas passaram a exigir que as classificações das agências de *rating* fossem obrigatoriamente observadas em determinadas operações financeiras. Na

década de 1970, entretanto, o país deu maior especificidade às normas e passou a estipular a utilização das “Nationally Recognized Statistical Rating Organizations” (NRSROs) nas regulamentações; todavia, o país atribuiu tal condição às Três Grandes e não estabeleceu quais os requisitos para que outras agências a pleiteassem. Dessa forma, todo emissor que quisesse conseguir crédito de um abonado investidor estadunidense deveria procurar uma das Três Grandes para anunciar sua *creditworthiness*: um protecionismo escancarado em plena intensificação da globalização financeira.

Embora existam outros agentes que analisam risco de crédito, as agências de *rating* se diferenciam por serem as únicas a avaliarem emissões de qualquer natureza, e oriundas de todos os lugares possíveis – consistem, então, em grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito. Dessa forma, diversos emissores contratam as agências privadas para que estas avaliem seus papéis e, assim, suas *creditworthiness* ficam expostas aos investidores, o que gera uma tendência de que procurem as agências do oligopólio, pois estas consistem nas maiores vitrines de todo o mercado financeiro. Ainda, no modelo “emissor paga”, tendem a procurar as agências que sinalizam a melhor nota possível dentre as Três Grandes.

As agências de *rating* não apenas julgam o risco de crédito de emissores e emissões, pois conceituam o que é *creditworthiness* e fazem as análises baseadas nas categorias e métodos que criaram, ajudando a conformar as próprias expectativas de credores e devedores, ou seja, a própria relação de crédito. Seu saber gera impacto no mercado financeiro, pois nota-se uma relação direta entre as avaliações das agências e o preço que os investidores cobram dos agentes – aufere-se, portanto, a noção de que as agências são “autoridades epistêmicas”, consolidadas pelo protecionismo dos EUA, embora a lógica do mercado, em que estão inseridas, prejudique sua imparcialidade e, conseqüentemente, relativize seu caráter científico. Nesse diapasão, há uma implicação lógica de que, quanto maior a agência (mensurada pela concentração no mercado), maior seu impacto no mercado financeiro, o que é evidenciado empiricamente pelo estudo de Li, Moore e Shin (2006).

Cristaliza-se, ainda, que as agências desempenham, pelo menos, três funções importantes no sistema capitalista: propaganda dos ativos dos emissores, que as contratam para tal; auxílio aos emissores na fabricação de produtos estruturados; e auxílio aos investidores com uma vasta quantidade de informações públicas e gratuitas.

No próximo capítulo, buscar-se-á demonstrar que os saberes das Três Grandes apresentam semelhanças fundamentais entre si, e que tais semelhanças beneficiam os EUA e outros países desenvolvidos, em detrimento dos países subdesenvolvidos. Dessa maneira, verificar-se-á que o saber das agências, edificado pela prosperidade do mercado financeiro

estadunidense, e consolidado (e protegido) por meio do uso regulatório dos *ratings* privados de crédito – uso este que delegou ao mercado uma função importante no sistema capitalista e deu às Três Grandes a condição de NRSROs, sufocando a competição justamente no período de intensificação da globalização financeira, a qual fez o papel das agências de *rating* expandir rapidamente no cenário de descompartimentação, desregulação e desintermediação dos mercados –, é prejudicial ao acesso dos países subdesenvolvidos (e de seus setores privados) aos recursos do mercado financeiro global, o que alimenta uma globalização financeira desigual. Dois aspectos do saber das Três Grandes serão analisados para se verificar os danos aos países subdesenvolvidos: os *ratings* e o teto soberanos.

2 O SABER PREJUDICIAL DAS TRÊS GRANDES: *RATING* E TETO SOBERANO

2.1 Os *ratings* de crédito

Como visto no capítulo anterior, a avaliação de diferentes riscos exsurgiu com a pretensão científica de controle de diferentes fenômenos sociais, abarcando, entre outros, o risco de crédito, que é mensurado, sobretudo, por empresas privadas – as agências de *rating*. Tais agências avaliam o risco de crédito de “emitentes de instrumentos de dívida (*issuer*)”, como governos soberanos, municípios e corporações empresarias (GULLO, 2014, p. 10).

As agências ponderam que seus *ratings* nada mais são do que opiniões falíveis “sobre a capacidade e vontade de um emissor de fazer pagamentos pontuais num instrumento de dívida tal como um título, durante a vida de um instrumento” (MOODY’S, 20--?, p. 1). Dessa forma, a Moody’s (20--?, p. 1) pontua que seus *ratings* não são recomendações e nem “uma garantia de que um default não irá ocorrer”.

A Standard & Poor’s (2016, p. 3), por sua vez, alega que suas classificações de risco de crédito são “declarações de opinião na data em que são expressas, não constituindo declarações de fatos ou recomendações para comprar, vender ou manter títulos ou para tomar quaisquer decisões de investimento”, enquanto que a Fitch (2018) afirma que seus *ratings* também são opiniões, sem garantia de exatidão, e que não constituem recomendação de compra.

Atrelada aos *ratings* de crédito, está a “perspectiva” (“outlook”) que as agências atribuem aos emissores, que pode ser positiva, negativa, estável ou “em desenvolvimento” (“em observação”), indicando, dessa maneira, a direção provável do *rating* no médio prazo. A perspectiva “em desenvolvimento” significa que o *rating* poderá ser tanto aumentado como rebaixado (FITCH, 2017 ou 2018, p. 13-14) (MOODY’S, 2017c, p. 29) (STANDARD & POOR’S, 2016, p. 8).

Determinados eventos podem colocar os *ratings* em uma listagem à parte. A Standard & Poor’s (2016, p. 7) elenca que um “desvio de uma tendência esperada”, uma “mudança substancial no desempenho de um emissor ou emissão” cujo impacto ainda não foi devidamente ponderado, ou “alguma mudança de critério que requeira uma revisão de todo um setor ou de um conjunto de transações” que torne provável “uma mudança de *rating* no curto prazo”, podem colocar *ratings* em *CreditWatch*. Conforme Canuto e Santos (2003, p. 10), as agências Moody’s e Fitch adotam mecanismos semelhantes, denominados, respectivamente, *Watchlist* e *RatingAlert*.

Entre os diversos tipos de *rating*, analisar-se-á com profundidade o *rating* soberano, relativo à *creditworthiness* de países e também de uniões monetárias, como a União Europeia. Posteriormente, será analisado como as Três Grandes relacionam o risco soberano com os dos emissores que se situam em seu território, no intuito de demonstrar que todas usam o “teto soberano” como categoria analítica fundamentalista.

2.2 O *rating* soberano segundo as agências

2.2.1 *Standard & Poor's*

A Standard & Poor's explica que seus *ratings* soberanos se referem “à capacidade e disposição de um governo soberano para honrar suas obrigações financeiras com credores (comerciais) não oficiais”. Dessa forma, não reflete obrigações com outros governos, com instituições supranacionais (como o FMI), obrigações “de honrar uma garantia” que não atenda aos critérios da empresa de “substituição de crédito”, e obrigações “com empresas do setor público ou governos locais ou regionais” (STANDARD & POOR'S, 2017, p. 2).

A análise da empresa é baseada em 5 pilares: avaliação institucional, avaliação econômica, avaliação externa, avaliação fiscal e avaliação monetária (STANDARD & POOR'S, 2017, p. 4).

A avaliação institucional consiste em nossa análise de como as instituições e a formulação de políticas públicas de um governo afetam seus fundamentos de crédito mediante a entrega de finanças públicas sustentáveis, incentivo ao crescimento econômico equilibrado e resposta a choques econômicos ou políticos (STANDARD & POOR'S, 2017, p. 6).

A avaliação institucional visa averiguar aspectos como a eficácia, a estabilidade, a previsibilidade, a transparência e a *accountability* das instituições e das políticas adotadas. Consideram-se, ainda, “os riscos de segurança externa” e “a cultura de pagamento de dívida do governo soberano” (STANDARD & POOR'S, 2017, p. 6).

A disposição para entrar em *default* é uma consideração importante ao analisar a qualidade de crédito soberano, em parte porque os credores têm acesso limitado à reparação legal. Como resultado, um governo pode tornar-se, e às vezes torna-se, inadimplente em suas obrigações, mesmo quando possui capacidade de honrar sua dívida pontualmente (STANDARD & POOR'S, 2017, p. 9).

Segundo a agência, a avaliação institucional compreende fatores como o “histórico de um governo na gestão de crises políticas, econômicas e do setor financeiro”, “na manutenção da formulação de políticas prudentes” e na “coesão da sociedade civil, conforme evidenciado pela mobilidade e inclusão sociais”, “a existência de pesos e contrapesos entre as instituições”, “a aplicação imparcial dos contratos e do respeito pelo estado de direito”, o nível de percepção sobre corrupção, a independência da mídia e dos institutos de estatística (STANDARD & POOR’S, 2017, p. 6-7).

Já a análise econômica tem como principais fatores os níveis de renda, as perspectivas de crescimento e a diversidade e volatilidade econômica. Nessa linha, a avaliação econômica se baseia em elementos como o produto interno bruto (PIB) *per capita* e a “exposição significativa” (ou não) do país a alguma “única indústria cíclica” (STANDARD & POOR’S, 2017, p. 12).

A Standard & Poor’s (2017, p. 13) explica que a avaliação externa “reflete a capacidade de um país de obter os recursos externos necessários para honrar as obrigações dos setores público e privado com não residentes”. A avaliação externa considera a posição “de todos os residentes”, ou seja, setor público e privado, pois representam os fluxos que “afetam o nível de reservas e a evolução das taxas de câmbio de um país”.

Os três fatores que determinam a avaliação externa são “o status da moeda em transações internacionais”, “a liquidez externa”, que ajuda analisar a capacidade econômica de gerar moeda estrangeira, e “a posição externa do país”, “que mostra os ativos e passivos dos residentes (em moeda estrangeira e local) em relação ao resto do mundo”. O *status* da moeda diz respeito à utilização ou não desta como reserva internacional e a sua capacidade de ser negociada (STANDARD & POOR’S, 2017, p. 13-14).

A avaliação fiscal “reflete a sustentabilidade dos balanços fiscais e da carga de endividamento”, considerando “a flexibilidade fiscal”, “as tendências fiscais e vulnerabilidades de longo prazo”, “a estrutura da dívida e o acesso a *funding*” e “potenciais riscos associados a passivos contingentes”. Para tanto, são utilizadas métricas como a relação da dívida pública com o PIB e “os custos dos juros da dívida em relação à receita do governo geral” (STANDARD & POOR’S, 2017, p. 17-21).

Por fim, a avaliação monetária leva em conta o regime cambial, “que influencia a capacidade do governo soberano de ter uma política monetária independente ajustada às necessidades da economia doméstica”, e a credibilidade da política monetária, medida “pela evolução da inflação ao longo de um ciclo econômico ou pelo impacto de mecanismos monetários voltados ao mercado na economia real” (STANDARD & POOR’S, 2017, p. 25).

Além dos 5 pilares, a Standard & Poor's (2017, p. 29) explica que utiliza “fatores e limites de ajustes complementares” “porque certos componentes de risco de crédito podem, às vezes, predominar na qualidade geral, mesmo que os demais fatores se mantenham estáveis”. Os fatores e limites que podem predominar negativamente, e fazer com que o *rating* final em moeda estrangeira seja menor que o *rating* indicativo, são “liquidez externa extremamente fraca”, “carga de dívida fiscal extremamente alta”, “risco institucional muito alto e carga de endividamento alta” e “risco de evento”, como iminência de guerra.

Se o *rating* indicativo em moeda estrangeira já for ‘b-’, esses ajustes complementares não se aplicariam, exceto se o governo soberano atender às condições listadas no “Critério para atribuição de ratings 'CCC+', 'CCC', 'CCC-' e 'CC'”, de 1º de outubro de 2012 (STANDARD & POOR'S, 2017, p. 29).

A empresa argumenta que sua análise histórica demonstra que a taxa de inadimplência é mais baixa para dívidas em moeda local do que para moeda estrangeira, e, por isso, o *rating* em moeda local pode superar em uma nota o *rating* em moeda estrangeira, se acreditar que os riscos de *default* são distintos para as duas. Todavia, a agência admite que, “na maioria dos casos, os ratings soberanos em moeda local e estrangeira são os mesmos” (STANDARD & POOR'S, 2017, p. 30).

Ratings soberanos em moeda local podem ser superiores àqueles em moeda estrangeira, pois a qualidade de crédito em moeda local pode ser apoiada pelos poderes únicos do governo soberano em seu território, incluindo a emissão de moeda local e o controle regulatório do sistema financeiro nacional. Quando um governo soberano é um membro de uma união monetária e, portanto, cede a política monetária e cambial a um banco central comum, ou quando usa a moeda de outro governo soberano, o *rating* em moeda local será, de acordo com nosso critério, equivalente ao *rating* em moeda estrangeira (STANDARD & POOR'S, 2017, p. 6).

Ainda, o *rating* em moeda local pode ser muito acima do *rating* em moeda estrangeira “quando este último muda para a categoria ‘CCC’, indicando o risco de *default* no curto prazo” (STANDARD & POOR'S, 2017, p. 30).

A Standard & Poor's apresenta a seguinte escala de notas para *ratings* soberanos no longo prazo:

Figura 1 - Taxonomia da S&P para *ratings* soberanos

S&P
Grau de Investimento

AAA
AA+
AA
AA-
A+
A
A-
BBB+
BBB
BBB-
Grau Especulativo
BB+
BB
BB-
B+
B
B-
CCC+
CCC
CCC-
CC
C
SD (<i>selective default</i>)
D (<i>default</i>)

Fonte: Afonso; Furceri; Gomes, 2011, p. 24.

A Standard & Poor's divide seus *ratings* de emissor (como os *ratings* soberanos e de corporações financeiras ou não financeiras) em de longo e de curto prazo. A empresa define *rating* de curto prazo como os atribuídos a obrigações consideradas assim nos respectivos mercados, e exemplifica que, nos EUA, o curto prazo é atribuído a obrigações com “prazo de vencimento original inferior a 365 dias” (STANDARD & POOR'S, 2016, p. 3-4). Ainda, a agência explica que estabelece uma relação automática entre as avaliações de longo e de curto prazo, ou seja, a nota atribuída no curto prazo será reflexo da nota atribuída no longo prazo,

havendo exceções para alguns setores em que a emissão de curto prazo pode exceder em até 3 notas a emissão em longo prazo. No caso dos soberanos, entretanto, a nota de curto prazo será unicamente determinada pela nota de longo prazo (STANDARD & POOR'S, 2016, p. 3-6).

2.2.2 *Moody's*

A Moody's (2016, p. 1, p. 13) explica que suas avaliações de *rating* soberano também têm como parâmetros a capacidade e a disposição do país para arcar com suas obrigações com credores, e são baseadas em quatro pilares: solidez econômica, solidez fiscal, solidez institucional, e susceptibilidade a um evento de risco³².

A solidez econômica é avaliada por critérios como a dinâmica do crescimento, o tamanho e a diversidade da economia (a não dependência de um único setor), as reservas de recursos naturais e a competitividade. A empresa explica que a falta de força econômica é um fator importantíssimo em sua análise do histórico de *defaults* (MOODY'S, 2016, p. 8-13).

A solidez institucional visa analisar a capacidade do governo de conduzir políticas que levam ao crescimento e à prosperidade. Para tanto, considera aspectos como a efetividade do governo (como a independência da burocracia em relação à interferência política), o Estado de direito ("Rule of law"), que leva em conta elementos como o respeito aos contratos ("contract enforcement"), os direitos de propriedade e a independência do judiciário, e o nível da corrupção. O controle da inflação também é visto como essencial, pois a estabilidade dos preços é necessária para um quadro sustentável de crescimento. Ainda, o histórico de *defaults* do país é levado em conta.

Em terceiro lugar, a solidez fiscal considera fatores como o tamanho da dívida pública (e o peso dos seus juros) em relação ao PIB, o tamanho da dívida em moeda estrangeira e as reservas internacionais. A agência, entretanto, admite que alguns países possuem uma capacidade superior de suportar uma dívida maior.

Por fim, a susceptibilidade a um evento de risco se refere a fatos que podem ocorrer repentinamente e afetar as finanças públicas. São incluídos, entre estes eventos, os riscos políticos advindos tanto do ambiente interno (baseado em dois índices: o "World Bank's Voice and Accountability Index" e a renda *per capita*) como externo (como relações militares tensas com outros Estados). São incluídos também riscos de liquidez do governo, que levam em conta fatores como a parcela da dívida pública nas mãos de estrangeiros (quanto maior a

³² No original: "Economic strength, fiscal strength, institutional strength, and susceptibility to event risk". Tradução livre.

parcela de estrangeiros, maior seria o risco), e “riscos do setor bancário e outros passivos contingentes”³³ (“banking sector risk and other contingent liabilities”) (MOODY’S, 2016, p. 22-26).

Explicit government guarantees to cover the debt repayments of third parties are the most common form of CLs³⁴, as the government has a contractual commitment to pay if a particular clause is triggered. However, our definition extends beyond explicit guarantees, and encompasses the liabilities of all those entities that a government might feel compelled to support so as to maintain them as a going concern; for most countries, this applies in particular to the banking system and government-owned or related companies. In some countries, the propensity to support will extend even beyond publicly-owned corporations, e.g., if a (private) company is deemed to perform a vital activity for the country or employs an important share of the country’s workforce (MOODY’S, 2016, p. 25).

Outros elementos utilizados para quantificar os riscos do setor bancário são a solidez do sistema bancário, em que a agência emprega o “Bank Baseline Credit Assessment” (BCA), que representa sua opinião sobre a força e segurança do sistema, e o tamanho do setor, medido pela razão entre o total de ativos bancários domésticos e o PIB (MOODY’S, 2016, p. 26).

A susceptibilidade a um evento de risco também considera o risco de vulnerabilidade externa, e, para tanto, usa métricas como o investimento estrangeiro direto na economia do país (“foreign direct investment” – [FDI]), a balança de pagamentos entre importações e exportações de bens e serviços e a capacidade de um governo usar imediatamente suas reservas internacionais (MOODY’S, 2016, p. 27).

A Moody’s argumenta que as justificativas para distinguir o *rating* em moeda local do de moeda estrangeira são cada vez mais frágeis, diante da abertura dos países (“both current and capital account openness have increased”), da liberalização e aprofundamento do mercado de capitais, principalmente nos países “emergentes”, e da ampliação da base de investidores dos governos (“governments’ investor bases have broadened and partially moved offshore”) (MOODY’S, 2016, p. 7).

Crucially, it is now far more likely than it used to be that problems in servicing debt in one currency will spill over and affect a government’s ability to service its debt in another. This conclusion is supported by the recent history of sovereign defaults,

³³ “Contingent liabilities (CLs) are off-balance sheet liabilities that may migrate onto the government’s balance sheet depending on the occurrence of specific events. Our assessment of contingent liabilities centres on identifying their scope, estimating their size, and evaluating their risk of materialisation” (MOODY’S, 2016, p. 25).

³⁴ CLs: *contingent liabilities*.

which does not offer a strong justification for credit quality differentiation in favour of either LC or FC³⁵ debt (MOODY'S, 2016, p. 7).

A agência, porém, pode aplicar uma diferenciação entre os *ratings* em moeda local e em moeda estrangeira quando: há limitação de mobilidade do capital; o governo enfrenta restrições à liquidez externa; ou demonstra substancial diferença entre sua capacidade e disposição de honrar obrigações em moeda estrangeira e em moeda local. Constatadas as duas condições acima, e se não houver uma perspectiva de suas mudanças, a agência pode avaliar o *rating* em moeda local acima do *rating* em moeda estrangeira, afirmando que diferenciações maiores que duas notas são raras. Por outro lado, em condições excepcionais, pode a agência avaliar um soberano com uma nota maior para moeda estrangeira do que para moeda local (MOODY'S, 2016, p. 7).

A escala de notas para *ratings* soberanos de longo prazo utilizada pela Moody's é parecida com a utilizada pela Standard & Poor's:

Figura 2 – Taxonomia da Moody's para *ratings* soberanos

Moody's	
Grau de Investimento	
Aaa	
Aa1	
Aa2	
Aa3	
A1	
A2	
A3	
Baa1	
Baa2	
Baa3	
Grau Especulativo	
Ba1	
Ba2	
Ba3	
B1	

³⁵ LC: local currency; FC: foreign currency.

B2
B3
Caa1
Caa2
Caa3
Ca ³⁶
C ³⁷

Fonte: Afonso; Furceri; Gomes, 2011, p. 24.

A Moody's, ainda, explica que emite *ratings* de curto prazo para diversos emissores, incluindo os soberanos. A empresa considera *ratings* de curto prazo os que se referem a obrigações de 13 meses ou menos, e estabelece uma relação direta entre a nota de longo prazo do emissor e a nota de curto prazo (MOODY'S, 2017c, p. 5-7).

2.2.3 Fitch

Como as outras duas, a Fitch analisa o risco soberano tendo como parâmetros a capacidade e a disposição do emissor. A empresa também não incorpora em sua análise de *default* o não cumprimento de obrigações com outros países e organizações multilaterais, como o FMI (FITCH, 2018d, p. 1, 4).

A avaliação da empresa compreende 4 pilares: configurações estruturais (“structural features”), performance, políticas e perspectivas macroeconômicas (“macroeconomic performance, policies and prospects”), finanças públicas e finanças externas (FITCH, 2018d, p. 1).

As “configurações estruturais” analisam aspectos como qualidade da governança, riqueza e flexibilidade econômica, risco político e o setor bancário. Para avaliar a governança, usa critérios como efetividade do governo, *Rule of Law*, controle de corrupção, *accountability* e ambiente de negócios. Na análise da riqueza e da flexibilidade econômica, a agência utiliza parâmetros como renda *per capita*, solidez (“depth”) do sistema financeiro, índices de poupança e abertura. Em relação ao risco político, usa como métricas a estabilidade política, a legitimidade do regime, a vigência ou não de conflitos bélicos e o histórico de pagamentos,

³⁶ “Obligations rated Ca are highly speculative and are likely in, or very near, default, with some prospect of recovery in principal and interest” (MOODY'S, 2007?).

³⁷ “Obligations rated C are the lowest-rated class of bonds and are typically in default, with little prospect for recovery of principal and interest” (MOODY'S, 2007?).

enquanto que, no setor bancário, a Fitch se baseia na qualidade dos marcos regulatórios, nos riscos de instabilidade financeira, nos riscos de responsabilidades contingentes (“contingent liability risk”), no indicador do setor bancário e no “Macro-prudential Indicator” (MPI) (FITCH, 2018d, p. 11-15).

Já na categoria performance, políticas e perspectivas macroeconômicas, a agência estabelece critérios como coerência e credibilidade política, resiliência aos choques, crescimento (e perspectiva de crescimento) do PIB, nível e estabilidade da inflação, flexibilidade macroeconômica e a demanda estrangeira pelos ativos domésticos (FITCH, 2018d, p. 16-18).

As finanças públicas são medidas por critérios como a relação da dívida pública pelo PIB, o peso dos juros da dívida no orçamento total, a parcela da dívida pública em moeda estrangeira, a capacidade, do emissor, de emitir mais dívida, as responsabilidades contingentes, a flexibilidade do orçamento e a consistência, prudência e transparência das regras fiscais (FITCH, 2018d, p. 19-23).

O último pilar, as finanças externas, é avaliado por meio de métricas como balança corrente, dependência ou não, da economia, de algum setor específico, sustentabilidade e serviço da dívida externa, estrutura e volatilidade dos fluxos de capitais, estoque de ativos estrangeiros detidos pelo governo, maturidade e estrutura da moeda (“maturity and currency structure”), qualidade ou não, da moeda, de ser usada como reserva internacional por outros países, e as reservas internacionais do banco central (FITCH, 2018d, p. 24-27).

A Fitch explica que, normalmente, os *ratings* soberanos em moeda estrangeira e em moeda local recebem as mesmas notas. Pondera, ainda, que os *ratings* em moeda local podem superar em até dois degraus os *ratings* em moeda estrangeira, e estes, em situações extraordinárias, podem superar em um ponto os *ratings* em moeda local. A equivalência ou diferença entre os dois *ratings* são baseadas em fatores como o tratamento preferencial a um tipo específico de credor (dívida interna ou dívida externa), os fundamentos das finanças públicas futuras em comparação com os fundamentos das finanças externas, a configuração do mercado de capitais doméstico e do setor bancário e o regime da taxa de câmbio (FITCH, 2018d, p. 28-30).

A Fitch apresenta a seguinte escala de notas para *ratings* soberanos em longo prazo, muito parecida com a da Moody’s e quase idêntica à da Standard & Poor’s:

Figura 3 – Taxonomia da Fitch para *ratings* soberanos

Fitch
Grau de Investimento
AAA
AA+
AA
AA-
A+
A
A-
BBB+
BBB
BBB-
Grau Especulativo
BB+
BB
BB-
B+
B
B-
CCC+
CCC
CCC-
CC
C
DDD
DD
D ³⁸

Fonte: Afonso; Furceri; Gomes, 2011, p. 24.

A Fitch também emite *ratings* de curto prazo para diversos emissores, incluindo os soberanos, e também estabelece que eles são referentes às obrigações de 13 meses ou menos.

³⁸ As notas “DDD”, “DD” e “D” representam *default* (AFONSO; FURCERI; GOMES, 2011, p. 24).

Ainda, a agência adota a mesma relação automática entre a nota de longo prazo e a nota de curto prazo (FITCH, 2018d, p. 31).

2.3 Uma breve visão da literatura sobre os determinantes dos *ratings* soberanos

As metodologias disponibilizadas pelas agências, entretanto, não deixam claro o peso de cada um dos fatores utilizados e, por isso, diversos estudos visaram investigar quais são os determinantes mais importantes para o estabelecimento das notas de risco de crédito. O “locus classicus” na análise dos *ratings* soberanos é o estudo de Cantor e Packer (1996) (REISEN, 2002, p. 5), “o primeiro estudo sistemático sobre *ratings* soberanos” (BISSOONDOYAL-BHEENICK, 2005, p. 252).

Cantor e Packer (1996, p. 37, 42, 48-49) utilizaram dados da Standard & Poor’s e da Moody’s referentes a 49 países, e concluíram que seis fatores pareciam ter peso fundamental na determinação das notas em ambas agências: renda *per capita*, crescimento do PIB, inflação, dívida externa, nível de desenvolvimento econômico e histórico de *default*. Além do mais, o estudo reforça as provas, expostas no capítulo 1, de que as agências “suplementam” as informações disponíveis ao mercado e, por isso, impactam os *spreads* dos ativos. Vários outros estudos sucederam o trabalho de Cantor e Packer (1996), não cabendo aqui fazer uma ampla revisão de literatura, mas somente mencionar alguns trabalhos para ilustrar a questão.

Bissoondoyal-Bheenick (2005, p. 254, 279) estudou os *ratings* soberanos da Moody’s e da Standard & Poor’s entre 1995 e 1999. O autor dividiu sua amostra de países em 3: uma amostra global, com 95 países; uma amostra de 25 países com notas altas (entre “Aaa” e “Aa3”, na Moody’s, e “AAA” e “AA”, na Standard & Poor’s); e uma amostra de 70 países com notas mais baixas (entre “A1” e “C”, na Moody’s, e entre “A+” e “CC”, na Standard & Poor’s). O autor concluiu que o Produto Nacional Bruto (PNB) e a taxa de inflação são determinantes-chave na elaboração dos *ratings*.

The other economic variables used do not trigger the same importance over the years and between the agencies. This may be due to the fact that quantitative measures provide information on the historical performance of the economy and on its fundamental structural features (BISSOONDOYAL-BHEENICK, 2005, p. 279).

O autor, ainda, argumenta que as outras variáveis analisadas não parecem influenciar os *ratings* dos países com notas altas, enquanto que nos *ratings* das nações com notas mais baixas, as reservas internacionais e a balança de pagamentos são fatores importantes (BISSOONDOYAL-BHEENICK, 2005, p. 279).

Brooks, Faff e Hill (2010, p. 1327-1334) utilizaram dados das Três Grandes entre 1990 e 2006, estabelecendo um rol de 129 países que eram avaliados por, pelo menos, uma das agências. Eles encontraram seis variáveis importantes na determinação dos *ratings* soberanos das Três Grandes: PIB *per capita*, crescimento do PIB e seu quadrado (“GDP growth and its square”), histórico da dívida (“debt history”), o *rating* da Institutional Investor e o prêmio de risco. A inflação mostrou-se importante somente para a Standard & Poor’s, a balança externa (“external balance”) e a dívida externa para Standard & Poor’s e Moody’s, e a balança fiscal unicamente para a Moody’s.

Afonso, Gomes e Rother (2011, p. 5, 14) examinaram os *ratings* soberanos de um universo de 130 países avaliados pelas Três Grandes entre 1995 e 2005 (mas apenas 78 possuíam *rating* nas Três Grandes), e concluíram que a renda *per capita*, o crescimento do PIB, a dívida pública e o déficit do governo (“government deficit”) eram variáveis centrais na determinação, de curto prazo, das notas dos países. Efetividade do governo, dívida externa, reservas internacionais e histórico de *default* também foram consideradas variáveis importantes, mas somente com impactos no longo prazo.

Montes e Oliveira (2016, p. 1, 3, 14) estudaram o *rating* soberano, das Três Grandes, de 41 países “em desenvolvimento” entre 1994 a 2013. O estudo concluiu que o crescimento do PIB, a renda *per capita*, a taxa de inflação, as reservas internacionais, o balanço orçamentário (“budget balance”) e a dívida externa são importantes determinantes para as Três agências. O trabalho também objetivava analisar alguns aspectos institucionais, e concluiu que a adoção da meta de inflação era vista como positiva pelas Três, assim como o aumento da *accountability* democrática, do Estado de Direito (“Rule of Law”) e da abertura financeira (esta, ainda mais relevante para a Standard & Poor’s e Fitch). A obediência à lei (“obedience to the law”), segundo os autores, tinha importância especialmente para Standard & Poor’s, resultado mesclado para a Moody’s e nenhuma importância para a Fitch. Por fim, a corrupção se mostrou importante para a Standard & Poor’s e Fitch, afetando as notas negativamente, mas não impactando os *ratings* da Moody’.

2.4 As semelhanças dos *ratings* soberanos: o monopólio de um saber severo com o Sul

A metodologia disponibilizada pelas agências e as pesquisas empíricas sobre os determinantes deixam nítidas algumas semelhanças fundamentais entre as Três Grandes. Em primeiro lugar, evidencia-se como adotam escalas de notas semelhantes, ou seja: além da intenção de favorecerem a comparabilidade de notas de diferentes emissores (aspecto

salientado no capítulo anterior), as escalas semelhantes fomentam a comparabilidade dos Três Grandes sistemas de comparabilidade. As escalas para *ratings* soberanos, em longo prazo, ficam assim quando contrastadas:

Figura 4 – Taxonomias das Três Grandes para *rating* soberano comparadas

S&P	Fitch	Moody's	Escala Numérica
Grau de Investimento			
AAA	AAA	Aaa	1
AA+	AA+	Aa1	2
AA	AA	Aa2	3
AA-	AA-	Aa3	4
A+	A+	A1	5
A	A	A2	6
A-	A-	A3	7
BBB+	BBB+	Baa1	8
BBB	BBB	Baa2	9
BBB-	BBB-	Baa3	10
Grau Especulativo			
BB+	BB+	Ba1	11
BB	BB	Ba2	12
BB-	BB-	Ba3	13
B+	B+	B1	14
B	B	B2	15
B-	B-	B3	16
CCC+	CCC+	Caa1	17
CCC	CCC	Caa2	18
CCC-	CCC-	Caa3	19
CC	CC	-	20
C	C	-	21
SD	DDD	Ca	22
D	DD	C	23
-	D	-	24

Fonte: Afonso; Furceri; Gomes, 2011, p. 24.

Em segundo lugar, as Três analisam o risco de crédito tendo como núcleos a capacidade e a disposição, o que demonstra a enorme subjetividade das avaliações, pois a disposição não parece ser tão “calculável” quanto a capacidade, dependendo, fundamentalmente, do olhar das agências, que dão uma enorme importância a elementos qualitativos no processo da transformação da incerteza em risco. A avaliação da disposição seria justificada pela possibilidade de os Estados não honrarem suas obrigações, mesmo quando tivessem condições para tal, e pela dificuldade dos credores em reivindicarem o cumprimento dessas obrigações judicialmente em comparação com outros devedores. A análise da disposição abrange configurações institucionais e dados históricos.

Uma primeira questão que emerge, no tocante à disposição dos países para cumprirem suas obrigações, é se há alguma distinção das agências entre regimes democráticos e autocráticos. Há alguns estudos que se debruçam sobre esse tema, mas que apresentam resultados contraditórios (TOMZ; WRIGHT, 2013, p. 265-266). A Moody's (2016, p. 13) afirma que não diferencia o risco de crédito entre autocracias e democracias, mas admite que os países melhores avaliados são democracias consolidadas.

Our assessment does not differentiate by form of government. Economic growth and prosperity, or the lack thereof, is evident in democracies as well as authoritarian states. Moreover, both democratic and authoritarian governments have defaulted. Nonetheless, mature democratic systems dominate the very highest rating level, Aaa, reflecting a stronger rule of law, greater transparency and a longer history of institutional development which have resulted in a relatively high degree of confidence in the sovereign government and high levels of prosperity.

Mesmo as democracias apresentam consideráveis diferenças entre elas, o que dá margem para uma avaliação institucional qualitativa pelas agências de *rating*. A Fitch (2018b, p. 7, 11), por exemplo, afirma que a categoria “Structural Features” tem peso de 54,7% da nota final. Como visto, essa categoria compreende aspectos como efetividade do governo, *Rule of Law*, voz e *accountability*, e legitimidade do regime.

Biglaiser e DeRouen Jr (2007, p. 126) explicam que as restrições impostas pela democracia liberal configuram mecanismos para a população punir governantes, podendo, então, contribuir para o prudente cumprimento das obrigações financeiras. Já em relação à configuração institucional econômica, Canuto e Santos (2003, p. 30) argumentam que o grau de abertura econômica do Estado é considerado fundamental, pelas agências, na avaliação da disposição dos países em honrarem suas obrigações:

O grau de abertura comercial e financeira de um país ao resto do mundo é um dos principais fatores considerados durante o processo de classificação, pois afeta diretamente a disposição a pagar dos soberanos. Os custos econômicos e financeiros de uma moratória para um país são diretamente proporcionais a seu grau de integração com o exterior (S&P, 1998). Isto porque o setor privado de uma economia aberta usa intensivamente o mercado financeiro internacional para financiar investimentos, exportações e importações (CANUTO; SANTOS, 2003 p. 30).

Ainda no tocante à disposição dos Estados, as Três Grandes admitem (e sua importância é confirmada pelos estudos empíricos) que utilizam o histórico de gerenciamento (e histórico de *default*) da dívida pública pelos Estados como parâmetro. Ou seja, a calculabilidade do risco de crédito, essencialmente *forward looking*, leva em conta elementos *backward looking*.

Em terceiro lugar, evidencia-se a semelhança dos critérios político-institucionais e econômico-fiscais, adotados pelas agências, que mais pesam na determinação dos *ratings* soberanos, como o tamanho (e crescimento) do PIB, a renda *per capita*, a taxa de inflação e a dívida pública.

Em quarto lugar, a expressão do saber de cada agência, teoricamente consubstanciada nas notas atribuídas aos emissores, confirma como as Três Grandes são semelhantes. Em 12/07/2018, 119 “soberanos” (incluindo União Europeia e Hong Kong) eram avaliados tanto pela Standard & Poor’s como pela Moody’s. Considerando que as notas abaixo de “CCC-” e “Caa3”, respectivamente, não são comparáveis por diferenças nas escalas (MATOUSEK; STEWART, 2017, p. 78), o que exclui 3 países, verifica-se que, dos 116 países restantes, 55 apresentavam a mesma nota nas duas agências, 47 divergiam por uma nota, 11 divergiam por duas notas e 3 países divergiam por três notas, o que demonstra uma grande similitude entre as duas maiores agências de *rating* (TRADINGECONOMICS, 2018b).

Comparando-se os 106 “soberanos” avaliados tanto pela Standard & Poor’s como pela Fitch, na mesma data, excluindo os dois países não comparáveis por diferenças na escala (as diferenças nas escalas começam abaixo da nota “C”), extrai-se que: dos 104 “soberanos” restantes (incluindo União Europeia e Hong Kong), 62 apresentam a mesma nota nas duas agências, 31 divergem por uma nota, 10 divergem por duas notas e apenas 1 diverge por três notas nas duas agências (TRADINGECONOMICS, 2018b).

Por fim, ao comparar as notas da Moody’s com as da Fitch, também na mesma data, temos que, para 110 países avaliados por ambas, e excluindo dois de notas não comparáveis, dentre os 108 “soberanos” restantes (incluindo União Europeia e Hong Kong), 49 apresentam

a mesma nota nas duas agências, 48 divergem por uma nota, 9 divergem por duas notas, 1 diverge por três notas e 1 diverge por quatro notas (TRADINGECONOMICS, 2018b).

Nota-se, portanto, grande convergência nas notas atribuídas pelas Três Grandes aos países. Entretanto, alguém poderia arrazoar que um país possui apenas uma *creditworthiness* em determinado momento, o que justificaria a similitude das notas (BATHIA, 2002, p. 42). Uma maneira de demonstrar a semelhança entre as agências, deixando de lado esse argumento, é analisando, comparativamente, suas atuações em falhas que cometeram em alguns episódios.

Bathia (2002, p. 38) explica que não há uma concepção verdadeira de *creditworthiness* que permitiria verificar a qualidade dos *ratings* das agências e, então, defende que o melhor meio de se analisar suas falhas seria medindo a estabilidade dos *ratings*, tendo em vista que as agências buscam avaliar o risco de crédito no médio prazo. As empresas de *rating*

generally try to rate “through the cycle”, as opposed to rating based on “point in time” information. Conceptually, this means that they rate based on the issuer’s ex-ante perceived ability to survive cyclical troughs, which provides a cushion against the impact of economic downturns (KIFF; NOWAK; SCHUMACHER; 2012, p. 21).

Bathia (2002, p. 38-39), então, adota como parâmetro de instabilidade o rebaixamento ou aumento de três ou mais notas dentro do período de 1 ano, “excluding downgrades or upgrades into, out of, within, or between the ratings categories from ‘CCC’ or ‘Caa’ downward”. A exclusão das notas mais baixas da análise, explica Bathia, se deve ao fato de que os *ratings* são mais voláteis quando estão mais perto do risco de *default*. O autor tinha como objetivo pesquisar as falhas dos *ratings* soberanos da Standard & Poor’s e da Moody’s entre 1997 e 2002, período marcado pela crise asiática, argentina e uruguaia. Kiff, Nowak e Schumacher (2012, p. 24) adotaram o mesmo critério de Bathia para estudarem falhas das agências, com uma diferença sobre as notas excluídas: eles excluíram “downgrades or upgrades into, out of, within, or between rating categories below B- or B3”. Eis os resultados de Bathia:

Figura 5 – As falhas das Três Grandes em *ratings* soberanos segundo Bathia (2002)

Box 5. Sovereign Ratings Failure Statistics, 1997–2002 1/

<u>Failure</u>	<u>Failed rating (& date) 2/</u>	<u>Corrected rating (& date) 2/</u>	<u>Notches adjusted 3/</u>	<u>Key factor</u>
S&P				
1997: Thailand	A (Sept. 3, 1997)	BBB- (Jan. 8, 1998)	4↓ (0.97)	Evaporation of reserves
1997: Indonesia	BBB (Oct. 10, 1997)	B- (Mar. 11, 1998)	7↓ (1.40)	Collapse of asset quality
1997: Korea	AA- (Oct. 24, 1997)	B+ (Dec. 22, 1997)	10↓ (5.26)	Evaporation of reserves
1997: Malaysia	A+ (Dec. 23, 1997)	BBB- (Sept. 15, 1998)	5↓ (0.57)	Collapse of asset quality
1998: Korea	B+ (Feb. 18, 1998)	BBB- (Jan. 25, 1999)	4↑ (0.36)	Reserves replenishment
1998: Romania	BB- (May 20, 1998)	B- (Oct. 19, 1998)	3↓ (0.61)	Evaporation of reserves
1998: Russia	BB- (June 9, 1998)	B- (Aug. 13, 1998)	3↓ (1.43)	Evaporation of reserves
2000: Argentina	BB (Nov. 14, 2000)	B- (July 12, 2001)	4↓ (0.50)	Fiscal slippage
2002: Uruguay	BBB- (Feb. 14, 2002)	B (July 26, 2002)	5↓ (0.94)	Evaporation of reserves
Moody's				
1997: Thailand	A2 (Apr. 8, 1997)	Ba1 (Dec. 21, 1997)	5↓ (0.68)	Evaporation of reserves
1997: Korea	A1 (Nov. 27, 1997)	Ba1 (Dec. 21, 1997)	6↓ (7.83)	Evaporation of reserves
1997: Indonesia	Baa3 (Dec. 21, 1997)	B3 (Mar. 20, 1998)	6↓ (2.05)	Collapse of asset quality
1997: Malaysia	A1 (Dec. 21, 1997)	Baa2 (Sept. 14, 1998)	4↓ (0.46)	Collapse of asset quality
1998: Russia	Ba2 (Mar. 11, 1998)	B3 (Aug. 21, 1998)	4↓ (0.75)	Evaporation of reserves
1998: Moldova	Ba2 (July 14, 1998)	B2 (July 14, 1998)	3↓ (90.00)	Evaporation of reserves
1998: Romania	Ba3 (Sept. 14, 1998)	B3 (Nov. 6, 1998)	3↓ (1.76)	Evaporation of reserves
2002: Uruguay	Baa3 (May 3, 2002)	B3 (July 31, 2002)	6↓ (2.07)	Evaporation of reserves

Sources: Levey (2002); Moody's (1997–2002 various); S&P (1997–2002 various); and S&P (2002).

1/ Ratings failure defined by successive downgrades or upgrades of a long-term foreign currency sovereign rating by three or more notches in aggregate during any rolling 12-month period, excluding downgrades or upgrades into, out of, within, or between the ratings categories from 'CCC' or 'Caa' downward. Based on ratings activity up to end-July 2002; coverage of failures from August 2001 on is therefore partial.

2/ Refers to the long-term foreign currency sovereign rating.

3/ Notches of ratings downgrades (↓) or upgrades (↑). Figures in parentheses capture the speed of adjustment, in notches per month (notches of adjustment divided by the number of months from start to end of the corrective sequence).

Fonte: Bathia, 2002, p. 40.

Embora Bathia (2002) não tenha abrangido, em suas análises, o desempenho da Fitch, Kiff, Nowak e Schumacher (2012, p. 24) demonstram algumas falhas semelhantes desta nesse período: a empresa rebaixou, por exemplo, a Indonésia em 6 notas (de “BBB-” para “B-”) e a Coreia do Sul em 12 (de “AA-” para “B-”). A Argentina, segundo o site “datosmacro.com”, foi rebaixada pela Fitch em 13 notas (de “BB” para “DDD”), mas, adotando o limite mínimo de notas de Bathia (2002), em 4. O site também exibe o rebaixamento da nota do Uruguai em 15 pontos pela Fitch (de “BBB-” para “DDD”) – usando o limite de Bathia, o rebaixamento é de 6 notas. Chama a atenção, no caso do Uruguai, que, antes do rebaixamento tardio e agudo das agências, o país estava com a mesma classificação nas Três Grandes (“BBB-” na Standard & Poor's e Fitch e “Baa3” na Moody's) (DATOSMACRO, 2018).

As Três Grandes também falharam simultaneamente no contexto da última crise (2008-2010): A Grécia teve sua nota rebaixada em 4 pontos pela Fitch (de “A” para “BBB-”), em 4 pela Standard & Poor's (de “A-” para “BB+”), e em 6 pela Moody's (de “A1” para “B1”). A Islândia foi rebaixada em 5 notas pela Fitch (de “A+” para “BBB-”), em 5 pela Standard & Poor's (de “A+” para “BBB-”) e em 7 pela Moody's (de “Aaa” para “Baa1”). A Letônia foi rebaixada em 3 notas pela Fitch (de “BBB+” para “BB+”), em 4 pela Standard

Poor's (de "BBB+" para "BB"), e em 4 pela Moody's (de "A2" para "Baa3") (KIFF; NOWAK; SCHUMACHER, 2012, p. 25).

Fica claro, portanto, que as Três Grandes falharam simultaneamente na avaliação dos mesmos países, sendo que, em alguns casos, a nota errada (isto é, o *rating* inicial antes do princípio do rebaixamento tardio e agudo) era a mesma nas Três. As semelhanças das notas nas falhas geram a suspeita de que as agências tendem a exibir um comportamento de manada ("herd behaviour"): "it's generally agreed that the sovereign credit ratings of S&P, Moody's, and Fitch display a high degree of correlation" (BATHIA, 2002, p. 42), o que, talvez, possa ser explicado como uma maneira das agências validarem o saber umas das outras. Bathia (2002, p. 42) esclarece que

of the 17 failures recorded by S&P and Moody's in 1997-2002, 14 were failures common to both agencies: two were by S&P only (Korea in 1998 and Argentina); and one was by Moody's only, on a sovereign that is not rated by S&P (Moldova). Excluding the failure on the one sovereign not rated by both agencies, 87.5 percent of the ratings failures during 1997-2002 were by both S&P and Moody's on the same sovereign in the same year.

As Três Grandes, então, ao dominarem o mercado (concentração de cerca de 95%) e constituírem semelhanças fundamentais (três sistemas de comparabilidade de risco de crédito parecidos entre si; avaliação de *rating* soberano a partir da capacidade e da disposição, dando um tom extremamente subjetivo às análises, e considerando vários aspectos qualitativos de complexa quantificação, assim como elementos pretéritos, como o histórico de *default*; grandes semelhanças de critérios políticos-institucionais e econômicos-fiscais tidos como importantes; grande similitude nas notas atribuídas aos países, tanto em tempos de "normalidade" como em tempos de crises), acabam por configurar saberes que podem ser avaliados conjuntamente em um único saber: as semelhanças do oligopólio levam ao monopólio de um saber. E ressalta-se, desde já, que este saber é prejudicial aos países subdesenvolvidos, como é o caso do Brasil.

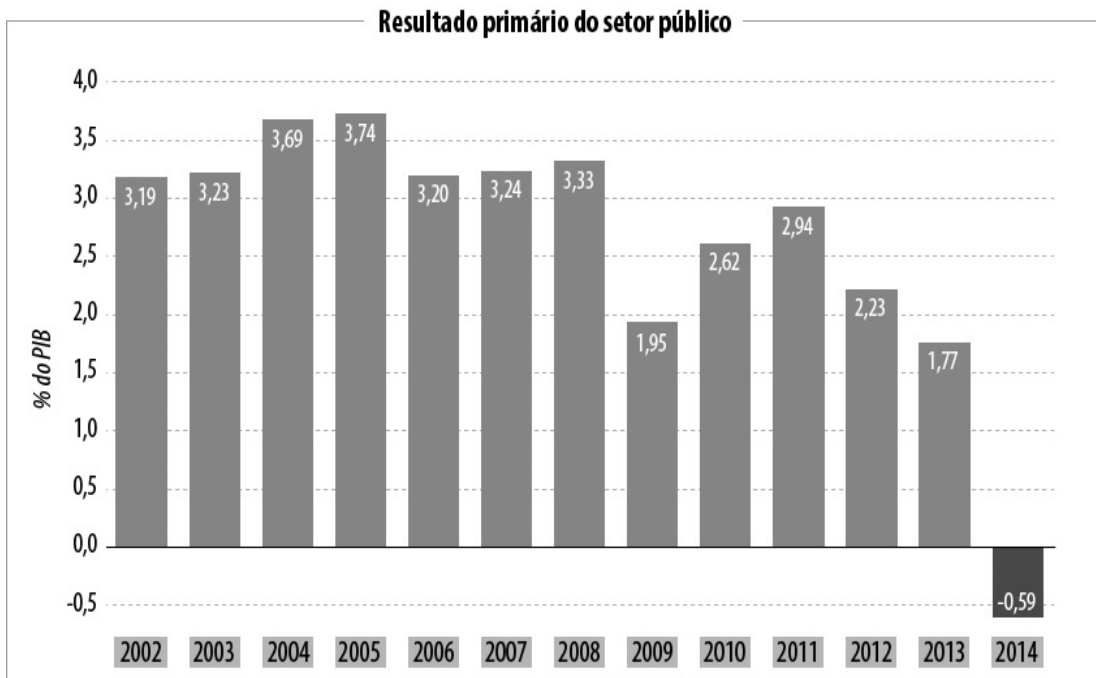
O estado brasileiro, como visto no capítulo anterior, é avaliado pela Moody's desde 1986, e pela Standard & Poor's e Fitch desde 1994. O Brasil sempre foi considerado grau especulativo, até que no dia 30/04/2008, a Standard & Poor's concedeu um grau de investimento ao país (nota "BBB-"). Poucos dias depois, a Fitch fez o mesmo, e atribuiu essa mesma nota. O contexto era de anos de sucessivos crescimentos do PIB e superávits primários, além de uma certa redução da dívida pública em relação ao PIB (DATOSMACRO, 2018).

Figura 6 – Série histórica do PIB (IBGE)

Ano	PIB – variação em volume	PIB – valores correntes em 1.000.000	PIB <i>per capita</i> em valores correntes
1999	0,5	1.087.710	6.392
2000	4,4	1.199.092	6.913
2001	1,4	1.315.755	7.481
2002	3,1	1.488.787	8.351
2003	1,1	1.717.950	9.511
2004	5,8	1.957.751	10.703
2005	3,2	2.170.585	11.723
2006	4,0	2.409.450	12.862
2007	6,1	2.720.263	14.358
2008	5,1	3.109.803	16.236
2009	-0,1	3.333.039	17.221
2010	7,5	3.885.847	19.877
2011	4,0	4.376.382	22.170
2012	1,9	4.814.760	24.165
2013	3,0	5.331.619	26.521
2014	0,5	5.778.953	28.500
2015	-3,8	6.000.570	29.117
2016	-3,6	6.266.895	30.407

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, 2017.

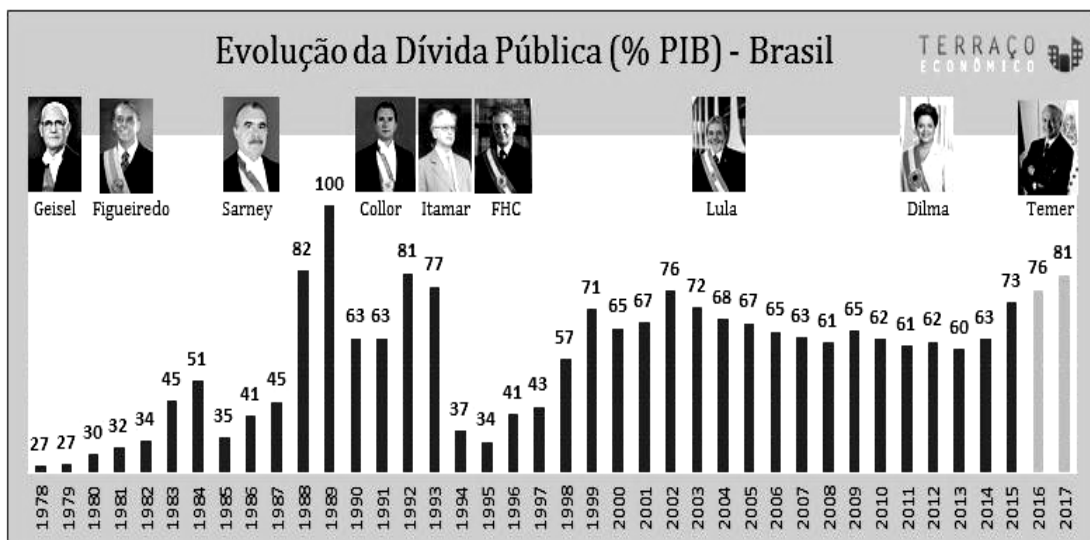
Figura 7 – Resultado primário do setor público



Fonte: Banco Central, março de 2015

Fonte: Brasil, [2015?].

Figura 8 – Evolução da dívida pública brasileira em porcentagem do PIB



Fonte: Solow, 2018.

Na Moody's, o Brasil conseguiu uma nota "grau de investimento" apenas em 2009. A ação de *rating* da Moody's, que elevou a nota do Brasil de "Ba1" para "Baa3", foi justificada pela agência por motivos como a "capacidade para absorção de choques", a capacidade "de resposta das autoridades" e a "robusta flexibilidade econômica e financeira". Ainda, a agência considerou que, mesmo o Brasil apresentando crescimento negativo em 2009, seu

desempenho “provou ser melhor do que a maioria dos países classificados como grau de investimento na categoria Baa” (MOODY’S, 2009).

O Brasil, ainda, recebeu novos *upgrades* das Três Grandes nos anos seguintes, mas, em 2015, voltou a ser grau especulativo na Standard & Poor’s e na Fitch e, em 2016, na Moody’s. Hoje, o país possui as seguintes classificações: “BB-” na Standard & Poor’s e Fitch (3 notas abaixo do grau de investimento), e “Ba2” na Moody’s (duas notas abaixo do grau de investimento – ou seja, na Moody’s o país está uma nota acima das outras) (DATOSMACRO, 2018).

A presente pesquisa não tem qualquer pretensão de classificar o saber das Três Grandes como falacioso³⁹, até porque está situada no âmbito da Teoria do Estado e não tem competência para tal; entretanto, mesmo aqui, é possível afirmar que a avaliação de risco de crédito soberano pelas Três Grandes é permeada pela subjetividade da quantificação de elementos qualitativos e pretéritos (o histórico de *default*), por métodos que se autoconsideram *forward looking*. E, como o saber dominante foi forjado em três empresas privadas situadas no Norte, e protegido de concorrência no período de intensificação da globalização financeira, é saudável questionar a força de paradigma⁴⁰ que possui. Nesse sentido, seria um delírio alguém argumentar que o Brasil, mesmo sendo classificado como grau especulativo, não deixará de arcar adequadamente com suas obrigações com os credores?

O Brasil, no dia 02/10/2018, registrou uma reserva internacional de 380 bilhões de dólares (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018), uma quantia considerada grande em comparação com outros países. Bacha (2016) explicou que as reservas que o Brasil tinha em

³⁹ A agência de *rating* chinesa Dagong alega, por meio de seu *chairman* Guan Jianzhong, que a epistemologia utilizada pelas Três Grandes é falaciosa. Segundo ele, estas fazem julgamentos ideológicos que beneficiam os países desenvolvidos ocidentais, pois favorecem que fluxos de capitais se desloquem para estes. Jianzhong pondera, entre outras críticas, que as agências adotam como parâmetro de avaliação a configuração institucional dos países ocidentais, como se fosse superior, e também utilizam o histórico de *default*, elemento pretérito que não se relaciona com a capacidade futura dos emissores de arcarem com os débitos. Jianzhong argumenta que “there is no political or economic system in the world that enjoys a universal superiority and is more to the benefit of debt repayment than other systems”. Diante dessa análise, Jianzhong afirma que as agências vêm fornecendo falsas informações de *rating*, pois suas análises seriam puramente ideológicas e não avaliariam a capacidade das fontes de pagamento de débitos (JIANZHONG, 2015, p. 11, 17, 22, 28-33, 67-72).

⁴⁰ A força de paradigma se relaciona ao *status* que o saber das Três Grandes atingiu, ao dominar 95% do mercado. Mendonça (2012, p. 536), ao analisar o pensamento de Thomas Kuhn sobre o desenvolvimento científico, explica que paradigma pode ser entendido como “um modelo ou padrão a ser seguido como referencial teórico norteador”. Dessa forma, o saber convergente do oligopólio possui uma força de paradigma (embora não fruto de consenso científico, mas do desenvolvimento próprio do mercado de *ratings*, caracterizado pelo proteção dos EUA às Três Grandes) ao estabelecer um mapa (sem alternativas) para se avaliar os *ratings* de crédito soberano, tendo como pilares a capacidade e a disposição, e utilizando os mesmos fatores políticos-institucionais, econômicos, fiscais e históricos – além do já mencionado “comportamento de manada”, já que as agências parecem observar as notas umas das outras para autolegitimarem seus saberes. A referida falta de alternativas significa que outros saberes podem até se opor ao saber das Três Grandes, mas não possuem a mesma autoridade destas, por não gerarem os mesmos efeitos no mercado financeiro.

2016 (373 bilhões de dólares) eram bem maiores do que o mínimo recomendado pelas “normas prudenciais a respeito da manutenção de reservas internacionais”, explicando que essas “normas” estipulariam “um valor equivalente a seis meses de importação”. Bacha (2016) realizou o seguinte cálculo:

O BC tem atualmente US\$ 373 bilhões de reservas internacionais. Ao mesmo tempo, ele deve US\$ 113 bilhões através dos chamados *swaps* cambiais. Esses são contratos financeiros entre o BC e os bancos, em que o BC troca o principal e os juros em dólar pelo principal mais os juros em reais. O BC tem ganhos se os juros em reais superam a depreciação cambial. Tem perdas se a depreciação supera os juros em reais.

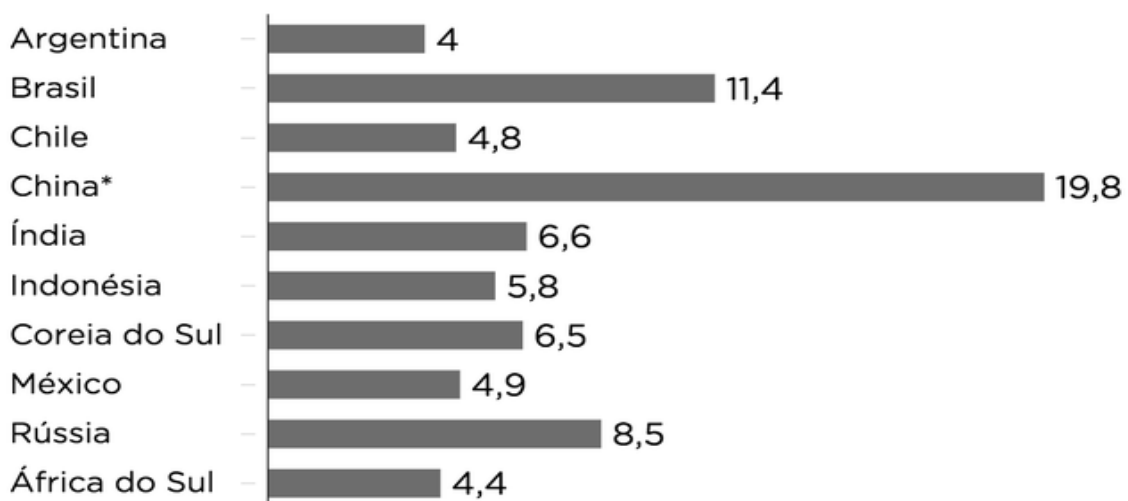
Os *swaps* cambiais são possíveis porque os bancos entendem que eles estão assegurados pelas reservas internacionais do BC. De fato, eles são uma dedução das reservas internacionais. Diminuindo os *swaps* das reservas, o valor que fica são US\$ 260 bilhões de reservas internacionais efetivas.

As normas prudenciais a respeito da manutenção de reservas internacionais sugerem que elas devam ter um valor equivalente a seis meses de importação, para evitar que o país pare, no caso de uma queda súbita das exportações ou de uma suspensão de créditos externos. Como as importações anuais do país são cerca de US\$ 300 bilhões, isso significa que as reservas prudenciais de que necessitamos são iguais a US\$ 150 bilhões. Portanto, o excesso das reservas efetivas sobre as reservas prudenciais é igual a 260 menos 150, ou seja, US\$ 110 bilhões.

Lupion (2016) demonstrou que as reservas (já descontando os *swaps* cambiais) do Brasil, eram, comparativamente, bem maiores do que a de outros países quando contrastadas com as importações. Segundo ele, os 260 bilhões dariam para garantir 11,4 meses de importação. Eis a comparação:

Figura 9 – Meses de importação garantidos pela reserva externa

Meses de importação garantidos pela reserva externa



Fonte: Banco Mundial (*dado da China refere-se a 2013)

Fonte: Lupion, 2016.

Olhos não especialistas podem, portanto, questionar se a situação do Brasil é tão grave a ponto de estar algumas notas abaixo do grau de investimento, ainda mais sendo a nona maior economia do mundo. Intriga, também, a quantidade de *defaults* soberanos. Vale lembrar que cada agência tem uma concepção distinta de *default*; destacando a Moody's, temos que esta avaliava, segundo o Tradingeconomics (2018b), no dia 05/10/2018, 136 países, atribuindo grau de investimento para 64 e grau especulativo para 72. Entretanto, apesar da maioria dos países serem avaliados como grau especulativo (que é uma categoria criada pelo mercado, como já visto, mas que de certa forma foi incorporada pelo saber das agências), salta aos olhos que os *defaults* de soberanos não sejam frequentes: segundo relatório da agência, foram 25 *defaults* soberanos entre 1983 e 2016, o que dá uma média de menos de um *default* soberano por ano (e alguns *defaults* são referentes a um mesmo país). Nos últimos anos, houve dois em 2008 (Equador e Nicarágua), um em 2010 (Jamaica), três em 2012 (Belize e dois da Grécia), dois em 2013 (Chipre e, novamente, a Jamaica), um em 2014 (Argentina), um em 2015 (Ucrânia) e um em 2016 (Moçambique). Entre as causas dos *defaults*, destaca-se a do Equador, que foi consequência de uma decisão governamental, após uma auditoria da dívida iniciada em 2007, que considerou algumas emissões “ilegais e ilegítimas” (MOODY'S, 2017d, p. 10-12).

A Fitch, por sua vez, também esclarece que os *defaults* soberanos não são muito frequentes. Segundo a agência, houve 11 *defaults* soberanos em moeda estrangeira entre 2004 e julho de 2018 (FITCH, 2018a, p. 7). Mesmo assim, a empresa, em 05/10/2018, classificava 53 países como “grau especulativo” e 63 como “grau de investimento” (TRADINGECONOMICS, 2018b).

Argumenta-se, portanto, que as Três Grandes têm um saber um tanto severo com os países subdesenvolvidos. Tal argumento ganha ainda mais peso quando se consideram os *ratings* soberanos nos grandes sistemas de comparabilidade de *ratings* de crédito que são as agências, uma vez que, em episódios como a crise de 2008, produtos estruturados que as agências confessadamente não tinham condição de avaliar receberam notas altas e máximas (que países como o Brasil nunca conseguiram) e, posteriormente, quando a natureza podre desses últimos ficou evidente, as agências subitamente rebaixaram suas notas para grau especulativo. Assim, produtos estruturados de altíssimo risco puderam ser comprados por investidores que, coerciva ou voluntariamente, usavam como parâmetro as classificações das agências, ao mesmo tempo em que não adquiriam títulos públicos dos países mal avaliados. Da mesma forma, menciona-se que o banco Lehman Brothers, que tinha em sua carteira

vários desses papéis contaminados, teve seu grau de investimento mantido até poucos dias antes de seu colapso (DARBELLAY; PARTNOY, 2012, p. 3).

Por fim, ressalva-se que a Dodd-Frank Act estabeleceu que as agências poderiam utilizar os mesmos símbolos para diferentes categorias, desde que isso fosse feito de maneira consistente – assim, “a triple-A rating in structured finance should have the same meaning as a triple-A rating in corporate or sovereign debt”. Caso contrário, as agências deveriam usar símbolos que distinguíssem as diferentes categorias avaliadas (DARBELLAY; PARTNOY, 2012, p. 13-14). A Moody’s, por exemplo, diferencia os produtos de finança estruturada com um “sf”, explicando que

o acréscimo de (sf) a todos os ratings de operações estruturadas deve eliminar qualquer presunção de que tais ratings e os ratings fundamentais classificados com a mesma nota se comportarão da mesma forma (MOODY’S, 2017c, p. 5).

Entretanto, a empresa admite que os *ratings* de finança estruturada são atribuídos de maneira semelhante aos outros *ratings* fundamentais, e que utiliza a mesma escala global para diferentes categorias (MOODY’S, 2017c, p. 5), estimulando a comparabilidade entre ativos de naturezas tão diferentes e permitindo que a severidade em relação aos entes soberanos se torne ainda mais patente.

2.5 Risco e teto soberano: fundamentalismo do saber

2.5.1 Teto soberano: crise/estresse como fundamento para uma relação intrínseca e permanente

O *rating* soberano, além de interferir no custo de financiamento de um país ao influenciar o preço dos juros exigidos pelos investidores, é utilizado como parâmetro, pelas agências, na avaliação dos demais emissores de papéis creditícios. Isto é, as Três Grandes relacionam a nota dos emissores à nota do soberano em que se situam, sejam eles subsoberanos, corporações financeiras, corporações não financeiras ou finanças estruturadas avulsas (ALAGIDEDE; BOAKO; NTSALAZE, 2017, p. 129).

As Três Grandes fundamentam a vinculação do risco dos emissores ao risco do soberano em que se situam argumentando que crises/estresses financeiros, do soberano, podem gerar graves consequências àqueles. Dessa forma, adotam uma categoria analítica denominada “teto soberano” (“country ceiling”/“sovereign ceiling”), que estabelece uma

relação intrínseca e permanente, em que a nota do soberano se constitui em um teto para as notas dos emissores localizados em suas fronteiras.

Até 1997, o teto soberano era um preceito absoluto, o que significava que nenhum emissor podia superar a nota do país em que era localizado. Entretanto, naquele ano, a Standard & Poor's flexibilizou a regra, permitindo que corporações argentinas alcançassem classificações maiores do que a do país (ALAGIDEDE; BOAKO; NTSALAZE, 2017, p. 129), e, nos anos seguintes, as outras agências seguiram o mesmo caminho. A flexibilização, porém, não significa o desprezo pela nota do soberano na determinação das notas dos outros emissores, pois, mesmo quando um emissor supera a nota do país em que se situa, as agências utilizam a nota deste para determinar qual a classificação máxima alcançável acima da nota do soberano.

A utilização da nota dos Estados como limite para a nota dos emissores é mais patente e grave no caso das emissões em moeda estrangeira (ALMEIDA et al, 2017, p. 254). No geral, os tetos em moeda local estão em níveis muito acima dos títulos soberanos dos países: “eles normalmente limitam poucos, se algum, ratings fundamentais, embora em diversos casos eles limitam o rating máximo alcançável no setor de operações estruturadas” (MOODY'S, 2017e, p. 2). Ainda, os *ratings* em moeda local não são afetados pelo “risco de transferência e conversibilidade” (“transfer and convertibility risk” [T&C]), que é a avaliação “sobre a probabilidade de um governo soberano restringir o acesso de uma entidade não soberana à moeda estrangeira que esta necessita para cumprir o serviço de sua dívida” (STANDARD & POOR'S, 2013, p. 21).

As Três Grandes e os estudiosos fundamentam a utilização do teto soberano pelos efeitos que crises/estresses (com ou sem *default*), atravessados pelos países, podem causar nos outros emissores, seja: pela contaminação de todo o ambiente econômico; por medidas econômicas tomadas pelo governo que prejudicam os emissores; ou, até mesmo, por restrições impostas pelos governos aos emissores. A S&P explica que “uma entidade pode ser classificada acima do rating soberano em moeda estrangeira se, em nossa opinião, existe uma probabilidade significativa de esta não entrar em default se o soberano entrar em default”, e afirma que: “para uma entidade ser avaliada acima do rating soberano em moeda estrangeira, aplicamos um cenário de estresse (stress test) de default do soberano em moeda estrangeira”. Ainda, a agência fundamenta a flexibilização do *rating* soberano no fato de que nos “últimos 20 anos de crises e *defaults* soberanos” duas conclusões foram extraídas: “um default soberano não implica que todas as entidades do país entrarão em default”; e “o estresse econômico que acompanha historicamente um default soberano seria considerado grave e

levaria a um aumento significativo de defaults não soberanos”. Por fim, há o já mencionado risco de transferência e conversibilidade (T&C), pois o soberano, ao enfrentar estresse financeiro em moeda estrangeira, poderia impor controles aos emissores situados em seu território (STANDARD & POOR’S, 2013, p. 1-4, 10, 21).

A Moody’s pontua que o “teto para título em moeda estrangeira reflete uma avaliação da probabilidade de que um governo em default adote uma moratória para os pagamentos da dívida em moeda estrangeira de emissores domésticos” (MOODY’S, 2017e, p. 7).

As restrições da moratória referem-se a dois riscos separados: restrições na movimentação de câmbio para o exterior (risco de transferência) e restrições na livre conversão de moeda local para moeda estrangeira (risco de conversibilidade). Na prática, restrições de transferência e conversibilidade ocorrem juntas (MOODY’S, 2017e, p. 7).

Segundo a agência, a experiência mostra que, “durante uma crise”, alguns governos impuseram o “congelamento de depósitos bancários para conter a fuga de capital”. A empresa também explica que a “deterioração do ambiente operacional e financeiro geralmente resulta em grandes aumentos das taxas de *default* em todos os setores e baixas taxas de recuperação” (MOODY’S, 2017e, p. 7, 9).

Enquanto a Standard & Poor’s e a Moody’s explicam o teto soberano como categoria analítica que visa estabelecer uma relação entre o risco soberano e o risco dos demais emissores, justificada por crises enfrentadas pelos países, as quais deteriorariam o ambiente interno e também estimulariam o risco de transferência e conversibilidade, a Fitch pondera que o teto soberano é a própria medida do risco de transferência e conversibilidade (FITCH, 2018a, p. 1).

Country Ceilings capture the risk of capital and/or exchange controls being imposed that would prevent or significantly impede the private sector’s ability to convert local currency into foreign currency and transfer the proceeds to non-resident creditors – transfer and convertibility (T&C) risk (FITCH, 2018a, p. 1).

Entretanto, a própria empresa assume que o risco de transferência e conversibilidade exsurge quando o soberano atravessa momentos de estresse financeiro, e que *defaults* no setor privado ocorrem mesmo quando não há controle sobre atividades de intercâmbio externo das corporações, mas há uma deterioração do ambiente econômico interno do país (FITCH, 2018a, p. 2, 9).

A literatura também confirma o cenário de crise/estresse como fundamento para o teto soberano. Alagidede, Boako e Ntsalaze (2016, p. 131-132) lecionam que há dois motivos

principais para a aplicação do teto soberano, ambos em tempos de crise/estresse: o compartilhamento do mesmo ambiente econômico, e a possibilidade de os Estados intervirem nos emissores e na economia de uma maneira geral.

There are two main arguments that support the rationale of a sovereign ceiling and these have to do with macroeconomic fundamentals and government power (Durbin and Ng, 2005). Private firms and governments are subject to the same macroeconomic environment and therefore an economic downturn and currency devaluations will hamper both firms and governments from meeting their debt obligations (Durbin and Ng, 2005). This implies that if governments struggle as the economy contracts, corporate South Africa will also struggle. Second, governments have the authority to apply fiscal and monetary interventions such as increasing taxes, implement foreign exchange controls and expropriate corporate assets. This lowers the corporate ability to honor its obligations representing transfer risk where sovereign solvency challenges are transferred to the corporate sector. Firms that have substantial assets in a foreign country are less vulnerable to government's assets seizure (Durbin and Ng, 2005).

Na mesma linha, Borensztein, Cowan e Valenzuela (2007, p. 3-4) salientam que há pelo menos três canais que possibilitam que o risco soberano afete o risco de crédito privado. O primeiro canal seria o impacto de um *default* soberano na economia de uma maneira geral. O segundo canal consistiria no transbordamento (“spillover”) dos efeitos do aperto do soberano em todo o setor privado, pois o governo em dificuldades poderia adotar medidas prejudiciais aos outros emissores, como o aumento de impostos. O terceiro canal corresponderia à possibilidade do soberano, em momentos de tormenta, impor controles de capital ou outras medidas administrativas que acabariam por corroer a capacidade, dos emissores privados, de cumprirem suas obrigações em moeda estrangeira.

Os autores alegam que os dois primeiros canais, apesar de constituírem uma relação positiva entre o risco soberano e o risco dos demais emissores, não justificam a imposição do teto soberano: “on average, firms in countries with riskier governments will be riskier, but there is no reason why they could not have a higher rating than the government”. Entretanto, ponderam que o terceiro canal fundamenta a utilização do teto soberano: “on account of the imposition of capital controls, the private sector always defaults on its external obligations when the sovereign defaults” (BORENSZTEIN; COWAN; VALENZUELA, 2007, p. 4).

No presente trabalho, porém, discorda-se de tal argumento. Em primeiro lugar, a própria Fitch afirma que, na era da globalização financeira, os países buscaram se abrir ao mercado internacional, e isso alterou o cálculo dos custos e benefícios da imposição de controle sobre os emissores, o que torna inválido o pressuposto de que “all governments in all

instances of financial distress will impose a formal or informal moratorium on private sector external debt” (FITCH, 2018a, p. 2).

Nonetheless, as economies have generally become more open to trade and integrated into global production and financial networks, the cost of imposing wide-ranging exchange controls has become greater in terms of reputation, trade losses, commercial and legal sanctions, lack of international credit and lower foreign and domestic investment, and therefore weaker long-run growth prospects (FITCH, 2018a, p. 2).

A Fitch ainda expõe que

restrictions on capital flows in advanced industrialised economies have been virtually eliminated, and the capacity of the authorities in countries with complex free markets and open economies to impose capital controls has decreased greatly since the 1970s and 1980s (FITCH, 2018a, p. 2).

Fica claro, então, que a imposição de controle de fluxos financeiros pelo Estado em crise, que, segundo Borensztein, Cowan e Valenzuela (2007, p. 4) justificaria o teto soberano, é cada vez menos uma opção na era da globalização financeira.

Em segundo lugar, mesmo que se pondere que a imposição de formas de controle sobre fluxos financeiros não é algo impossível, apesar de cada vez menos provável, e que isso justificaria a manutenção do teto soberano, argumenta-se, aqui, que a natureza da relação entre o risco soberano e os demais emissores não fundamenta a utilização do teto soberano.

Como já visto, situações de crise/estresse gerariam: a) a contaminação de todo ambiente econômico; b) a possibilidade de o Estado adotar medidas econômicas que prejudicam os emissores, como o aumento de impostos; c) a possibilidade de os Estados restringirem os fluxos financeiros dos emissores. Tem-se, portanto, que a crise/estresse é o fundamento originário do teto soberano. Entretanto, crises/estresses vão e voltam: não estão presentes o tempo inteiro, ou seja, não são permanentes. Muito pelo contrário, há grandes momentos de estabilidade e crescimento econômico que não são afetados por qualquer sombra de crise.

Um exemplo extremo é a China, que em 2010 já registrava um crescimento ininterrupto por 30 anos “à taxa média da ordem de 10% ao ano do PIB” (NASSIF, 2010) e continua crescendo nos dias atuais. Um exemplo não extremo seria o do próprio Brasil, que vivenciou um momento econômico sólido de crescimento do PIB, mais superávit primário, por um bom período no começo deste século, época já analisada neste trabalho em que o país, pela primeira vez, conseguiu o “grau de investimento” nas Três Grandes. Nesses exemplos,

temos dois momentos em que, apesar das condições econômicas favoráveis e da inexistência da ameaça de crise, as notas dos demais emissores seguiram vinculadas à nota do risco soberano, como se pudesse emergir, a qualquer momento, uma deterioração de todo ambiente econômico, ou uma medida draconiana que prejudicasse a saúde financeira emissores.

As Três Grandes, portanto, usam o fundamento ocasional e extrínseco de crise/estresse para estabelecer uma categoria relacional intrínseca e permanente, que é o teto soberano, limitando as notas dos emissores mesmo nos tempos de prosperidade; e isso gera, ainda, outros questionamentos: a relação extrínseca e ocasional ou intrínseca e permanente seria de vinculação de nota máxima alcançável, como é a estabelecida pelo teto soberano? Não seria o caso das agências classificarem os emissores de acordo com suas características idiossincráticas, e fazerem uma avaliação apartada da possibilidade de serem afetados, de alguma forma, pelo soberano?

A literatura estudada não se debruça sobre a crítica à natureza intrínseca e permanente do teto soberano. A exceção é o *chairman* da Dagong, Jianzhong (2015, p. 62-66), o qual argumenta que não há uma relação intrínseca entre o *rating* soberano e o dos emissores: “the risks formation factors between the central government and these economic entities have no inner connection”. O *chairman* ainda destaca que os erros nas avaliações dos soberanos acabam por prejudicar todos os outros emissores.

Dessa maneira, a natureza da relação entre o Estado soberano e os emissores situados em suas fronteiras, é transmutada pelas agências, o que é prejudicial aos emissores situados em países cujas notas não sejam boas, pois ficam impedidos de exibir, nas maiores vitrines de risco de crédito, suas reais *creditworthiness*. Tem-se, então, que as Três Grandes, as quais consubstanciam o oligopolizado mercado de *ratings* de crédito, ao adotarem a mesma categoria, “teto soberano”, como única forma possível de relacionar o risco soberano, intrínseca e permanentemente, ao risco das demais emissões em moeda estrangeira em determinada jurisdição, constituem o que Grosfoguel concebe como fundamentalismo do saber. Segundo o pensador, “o que todos os fundamentalismos têm em comum (incluindo o eurocêntrico) é a premissa de que existe apenas uma única tradição epistêmica a partir da qual pode alcançar-se a verdade e a Universalidade” (GROSFOGUEL, 2010, p. 457); o fundamentalismo, então, prejudica uma produção dialética do conhecimento e, portanto, relativiza, ainda mais, o caráter científico das Três Grandes. O teto soberano, como categoria fundamentalista, significa que não há no mercado alguma autoridade epistêmica relevante (isto é, alguma agência cujo impacto no mercado financeiro se compare ao das Três Grandes) que trate a relação entre o risco soberano e o dos demais emissores como extrínseco e

ocasional, mesmo tendo como fundamento situações de crise/estresse – ou seja, não há alternativas à categoria.

2.5.2 Impactos da categoria fundamentalista: o teto soberano na prática

Como visto, a partir de 1997 as empresas de *rating* passaram a flexibilizar o teto soberano ao permitirem que alguns emissores o ultrapasassem. A Standard & Poor's (2013, p. 3-15), atualmente, realiza um teste para definir se determinado emissor preenche algumas condições especiais e, assim, determina se este pode ou não ser avaliado acima do teto soberano. Ainda, a empresa limita em quantos degraus isso pode se dar. A Moody's (2015, p. 3), na mesma linha, explica que

apenas emissores com baixa dependência de *default* com o soberano, com uma parte significativa das receitas, fluxos de caixa, ativos e capital derivados de fontes externas do ambiente soberano afetado conseguiriam exceder o rating soberano, na maioria dos casos, em um ou dois níveis (MOODY'S, 2015, p. 3).

A Fitch, por sua vez, afirma que, excepcionalmente, entidades privadas fortes e operações estruturadas otimizadas (“structured transactions that incorporate enhancements”) que mitigam o risco de transferência e conversibilidade podem ser avaliadas acima do teto soberano (FITCH, 2017, p. 3).

Na prática, poucos conseguem ultrapassar o teto. Segundo relatório da Standard & Poor's (2012, p. 2-6) divulgado em setembro de 2012, 114 emissores no mundo (excluindo, apenas, estados e municípios estadunidenses), incluindo corporações financeiras e não financeiras, governos locais e regionais, superavam, naquele momento, o *rating* atribuído ao soberano. Chama atenção que os 114 emissores estavam concentrados em 20 países, e que 71 se situavam em países da União Europeia (39 somente na República da Irlanda) e, por isso, eram favorecidos por integrarem a zona do euro, já que a relação desses emissores se dá com o teto da União Europeia, e não do país em que se situam.

If a sovereign, through membership in a monetary or currency union, has ceded monetary and exchange rate policy responsibility to a monetary authority that the sovereign does not solely control, the T&C assessment reflects the policies of the controlling monetary authority, vis-à-vis the exchange of its currency for other currencies in the context of debt service (STANDARD & POOR'S, 2012, p. 1-2).

Ou seja, excluindo os países da União Europeia, somente 43 emissores recebiam uma avaliação acima do soberano. No Brasil, apenas 4: “Ambev – Companhia de Bebidas das

Américas”, “BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros”, “Net Serviços de Comunicação S.A.” e “Vale S.A.” (STANDARD & POOR’S, 2012, p. 2-6).

A Moody’s (2015, p. 3), da mesma forma, admite que a maioria dos emissores, que não sejam de operações estruturadas, são classificados no mesmo nível ou abaixo do soberano. Já a Fitch (2018, p. 3-4) deixa claro que apenas alguns emissores especialmente fortes podem ser classificados acima do teto.

O já mencionado trabalho de Almeida et al (2017, p. 250-259) pesquisa os efeitos do teto soberano nas corporações, baseado em dados da Standard & Poor’s, de 1990 a 2013, que compreendem 80 países e excluem corporações financeiras, pois, segundo os autores, estas têm diferentes políticas financeira e de investimento. Os autores comparam os efeitos de *downgrades* soberanos entre corporações que possuem notas acima ou iguais às do soberano (“treated firms”), e corporações que têm notas mais baixas que as deles (“non-treated firms”), e concluem que as corporações acima ou no mesmo nível do teto são mais afetadas, inclusive porque recebem mais *downgrades* simultâneos aos do soberano, mesmo não existindo alteração da qualidade de seus papéis.

Entre os resultados dos autores, está o de que o investimento⁴¹ das corporações acima ou no mesmo nível do soberano diminuem de 26,6% para 17,7% do capital no ano do *downgrade* do soberano, uma redução muito mais significativa do que a das outras firmas (de 19,2% para 16,6%). Ainda, as “treated firms” também diminuem a emissão de dívida, mais do que as outras corporações, além de haver um aumento do custo de seu financiamento (“bond yields of treated firms increase by approximately 34 points more than the yields of control firms” – e esta diferença de *yields* aumenta no decorrer do tempo); as “treated firms”, então, passam a emitir mais ações, o que pode ser interpretado como estratégia para obterem novas formas de financiamento. Tem-se, portanto, que o teto soberano gera consequências importantes nas corporações, como queda no investimento e reestruturação forçosa das estratégias para financiamento no mercado financeiro, mesmo quando as corporações apresentam ótimos indicadores e/ou mantêm estável sua capacidade financeira (ALMEIDA et al, 2017, p. 251-254).

2.6 Considerações finais do capítulo

⁴¹ Relembrando que, nesse trabalho, “investment rate is the ratio of annual capital expenditures to lagged net property, plant, and equipment” (ALMEIDA et al, 2017, p. 269).

Os *ratings* de crédito são análises que as agências fazem sobre a *creditworthiness* de diferentes emissores de papéis creditícios, como corporações financeiras e não financeiras, países, estados e municípios. Os *ratings* sobre países, conhecidos como *ratings* soberanos, cresceram bastante no último quarto do século XX e, hoje, cobrem a maior parte dos governos.

Ao se analisarem as metodologias dos *ratings* soberanos disponibilizadas pelas agências, os trabalhos empíricos que estudam os mais importantes determinantes utilizados na avaliação dos países e as classificações atribuídas a estes, hoje em dia e em episódios de falhas, evidencia-se que as Três Grandes possuem enormes e importantes semelhanças: constituem três sistemas de comparabilidade de risco de crédito similares entre si, pois adotam taxonomias parecidas para todos emissores; realizam a avaliação de *rating* soberano a partir da capacidade e da disposição do país, o que dá um tom extremamente subjetivo às análises, ao considerarem vários aspectos qualitativos de quantificação extremamente complexa, assim como elementos pretéritos, como o histórico de *default*; apresentam grandes semelhanças nos critérios políticos-institucionais e econômicos-fiscais importantes para determinação das notas; demonstram grandes semelhanças nas notas que atribuem aos países, tanto atualmente como em erros históricos, o que gera a suspeita de que as agências observam umas as outras, com o intuito de validarem seus saberes por meio de classificações próximas.

As Três Grandes também empregam o “teto soberano” como única maneira de relacionar o risco soberano com o risco dos emissores localizados em suas fronteiras. Assim, configura-se uma categoria fundamentalista de saber (GROSFOGUEL, 2010, p. 457), no mercado de *ratings*, que relaciona intrínseca e permanentemente o risco do soberano com o risco, em moeda estrangeira, dos emissores situados em suas fronteiras, mesmo a relação sendo fundamentada nas consequências que uma crise/estresse poderia gerar aos emissores; ou seja, justificam o teto em algo que é ocasional/momentâneo. Todas essas semelhanças de um oligopólio, que controla 95% do mercado de *ratings*, propiciam que o consideremos como um único saber dominante que monopoliza o mercado. E, como visto, esse saber dominante é prejudicial aos países subdesenvolvidos, pois uma enorme parte é considerada “grau especulativo” (mesmo diante do baixo registro de *defaults* soberanos pelas agências) e o teto soberano limita permanentemente a nota dos demais emissores a essas baixas classificações.

No próximo capítulo, analisar-se-á como as Três Grandes – cujo domínio epistêmico no mercado foi sedimentado com a ajuda do domínio econômico-político dos EUA, e, por sua vez, reforçam esse domínio econômico-político (e de outros países desenvolvidos) por meio de seus saberes – caracterizam uma “enredada estrutura de poder” de “matriz colonial”

(GROSFOGUEL, 2010, p. 464-467) (QUIJANO, 2010, p. 84), a qual domina o mercado de *ratings*. Nesse quadro, será examinado como as agências de *rating* estrangulam, ainda mais, a soberania de países subdesenvolvidos como o Brasil, que já era limitada por fatores internos, e sofreu drástica reconfiguração com a globalização financeira. Por fim, estudar-se-ão alternativas, disponíveis ao Brasil, para lidar com a colonialidade do mercado de *ratings*, e também com alguns problemas cruciais e atuais do sistema capitalista.

3 A SOBERANIA BRASILEIRA DIANTE DA “COLONIALIDADE DO PODER” DO MERCADO DE RATINGS

3.1 Estado e mercado: a irregulabilidade do saber privado

No capítulo anterior ficou claro que as maiores “autoridades epistêmicas”, que são as Três Grandes, são um tanto severas na avaliação dos *ratings* soberanos dos países subdesenvolvidos, pois grande parte desses é considerada “grau especulativo”, mesmo diante de um baixo histórico de *default*, e das notas máximas atribuídas a produtos estruturados que se comprovaram podres. Ainda, estas duras notas irradiam nos emissores situados em suas jurisdições, o que acaba por prejudicar entes subsoberanos e corporações privadas. Dessa forma, temos que o Estado brasileiro, e seu setor privado, estão submissos a um saber prejudicial emanado por empresas privadas situadas no Norte, uma submissão que, quando analisada sob a égide dos princípios liberais que conformam os Estados e as relações internacionais na sociedade de mercado, configura um déficit democrático, pois os Estados se veem incapazes de controlar o saber das empresas privadas, que afeta, ainda mais, a soberania e os fins do Estado, e, portanto, é um assunto de interesse público.

A economia de mercado surgiu no Estado moderno capitalista. Ela se caracteriza pelo mercado ser um princípio organizacional, o que a difere do mercado na Antiguidade, que existia apenas como algo “incidental” na ordem social, sendo submisso a esta, a qual era regida por princípios como o da reciprocidade e o da domesticidade (“produção para uso próprio”). A sedimentação da economia de mercado, no pós-Revolução Industrial, não foi espontânea, mas possibilitada pela postura ativa do Estado, que interveio para que fatores como a terra, o dinheiro e o próprio homem (por meio de seu trabalho) fossem tratados como mercadorias, e se sujeitassem à lei da oferta e da procura. Na economia de mercado, este passa de complemento a organizador da racionalidade econômica ao fazer que esta seja dirigida pelos preços de mercado (POLANYI, 2000, p. 27, 62, 73, 89-92, 161-164).

The plain truth is that, in the beginning, there were not markets. Economic historians have repeatedly shown us that, except at the very local level (in supplying basic necessities) or at the very international level (in luxury trade), the market was not an important, and even less the dominant, part of human economic life until the rise of capitalism (CHANG, 2001, p. 9).

O mercado, mesmo sendo organizador da racionalidade econômica, não atua de maneira isolada do Estado; ao contrário, os Estados estabelecem condições para que opere.

Chang (2001, p. 15) destaca os seguintes pontos de regulamentação do mercado pelas instituições políticas: primeiramente, todos os mercados são baseados em instituições que regulam quem pode participar. Como exemplo, a categoria NRSRO estipulou quais agências poderiam ser levadas em conta por investidores regulamentados. Em segundo lugar, os órgãos determinam quais os objetos legítimos de serem adquiridos por meio do mercado: no caso dos *ratings*, um campo delicado é a permissividade que as agências têm, por criarem seu saber de risco e de *creditworthiness*, para avaliarem produtos estruturados ultracomplexos (como ficou claro na supramencionada confissão da Moody's, as agências avaliavam papéis que eram incapazes de analisar). A questão que emerge é: como controlar se elas são ou não capazes de julgar determinada emissão? Em terceiro lugar, as instituições determinam um mínimo de direitos e obrigações dos agentes: um exemplo são as exigências de transparência impostas às agências. Em quarto, há uma gama de instituições que estipulam o próprio processo de compra/venda no mercado: no campo dos *ratings* de crédito há uma complacência nesse quesito, pois os organismos permitem que o próprio emissor contrate uma agência para sua avaliação.

Nesse sentido, o processo de desregulamentação observado na globalização financeira não significa a eliminação de todo controle, das instituições políticas, sobre o capitalismo, mas a implementação de um arcabouço que garantiu maior liberdade aos agentes do mercado.

Na democracia liberal que vivemos, a atuação democrática é limitada, e nem todas as questões de interesse público são passíveis de controle pelo poder político – e isso tem se agravado com a globalização. Mesmo assim, “a forma liberal da democracia é a única aceita e legitimada” (GROSFOGUEL, 2010, p. 483), e impera hoje nos países democráticos e nas relações internacionais, mesmo que liberalismo e democracia não sejam totalmente compatíveis: “o liberalismo é, como teoria econômica, defensor da economia de mercado; como teoria política, é defensor do Estado que governe o menos possível ou, como se diz hoje, do Estado mínimo” (BOBBIO, 2009, p. 128). Então, embora o liberalismo seja um elemento importante para restringir, por meio de um sistema de freios e contrapesos, e pela consagração das liberdades e da propriedade, que o Estado tenha um poder tirano, o sistema capitalista e a sociedade de mercado, favorecidos por ele, fazem desprender a economia da política, tornando algumas áreas impermeáveis ao poder político, o que acaba por limitar gravemente o alcance da cidadania democrática (WOOD, 2003, p. 194-204).

Por outro lado, a democracia representativa, por meio da universalização do sufrágio, propiciou que demandas de todas as classes fossem internalizadas pelo Estado, que, ao responder algumas delas, se afasta do Estado liberal e se torna assistencial. Dessa maneira, “se

foram pelos ares os limites nos quais a doutrina liberal imaginava devesse ser contido o Estado” (BOBBIO, 2009, p. 139).

O liberalismo tem pilares que edificam a atual ordem mundial, como a valorização do individualismo na busca pela felicidade, a liberdade de comércio e de contrato, a livre iniciativa e a consagração da propriedade privada. Dessa forma, uma vez que não há qualquer consenso sobre qual seria o método verdadeiro para se avaliar risco de crédito (BATHIA, 2002, p. 38), seria injustificável uma intervenção de um ente político no saber das agências de *rating*, o que confere aos agentes do mercado a liberdade de contratarem a agência privada que preferirem para anunciar sua *creditworthiness*, e de comprarem informações “qualificadas” de onde bem entenderem. Consequentemente, os Estados são sujeitados a saberes incontrolláveis, que são consumidos pelo mercado financeiro (emissores e investidores) e escapam do crivo democrático.

3.2 A “colonialidade do poder” das agências de *rating*

Constatou-se, no primeiro capítulo, que o domínio político-econômico dos EUA teve grande importância para a consolidação do oligopólio das Três Grandes empresas do Norte no mercado de classificação de risco de crédito, pois o país determinou que todos os emissores que quisessem alcançar seus investidores regulamentados (e os EUA já eram o maior mercado financeiro do mundo) deveriam ser avaliados por uma NRSRO, qualidade atribuída apenas às Três Grandes pela SEC, a qual, por outro lado, não estipulou os critérios para as demais agências pleitearem tal condição. Restou, portanto, a injustificável discricionariedade do órgão regulador para reconhecer novas NRSROs, o que, na prática, significou uma poderosa barreira competitiva contra as demais agências, enquanto que as Três Grandes, ao emanarem um saber favorável aos países desenvolvidos (e aos seus setores privados), em detrimento de países subdesenvolvidos (e de seus setores privados), acabam por reforçar o domínio político-econômico dos EUA e dos demais países desenvolvidos do Norte, por meio de seu domínio epistêmico no mercado. Aufere-se, portanto, uma “enredada estrutura de poder” em que o domínio econômico-político e epistêmico do Norte sobre o Sul se autorreforçam, caracterizando o que é conhecido como “matriz colonial do poder” (GROSFOGUEL, 2010, p. 464-468).

A colonialidade do poder concebe as relações globais como uma continuidade do colonialismo, mesmo tendo sido extintas as antigas “administrações coloniais”: ou seja, embora não exista mais uma vinculação jurídica-política formal entre colonizador e

colonizado, os países da “periferia” “continuam a viver sob a rude exploração e dominação europeia/euro-americana”, pois a matriz organizacional global jaz em uma “hierarquia étnico-racial” que delimita as diversas relações hierárquicas no mundo (GROSFOGUEL, 2010, p. 464-467) (QUIJANO, 2010, p. 84). Sob esse prisma,

a ‘matriz de poder colonial’ é um princípio organizador que envolve o exercício da exploração e da dominação em múltiplas dimensões da vida social, desde a econômica, sexual ou das relações de gênero, até as organizações políticas, estruturas de conhecimento, instituições estatais e agregados familiares (GROSFOGUEL, 2010, p. 465-466).

Diante dessa matriz de poder, Grosfoguel (2010, p. 462-463) faz um exercício de tentar deslocar o *locus* da narrativa da colonização do europeu para uma mulher indígena, e pontua que o que

chegou às Américas nos finais do século XVI não foi apenas um sistema econômico de capital e trabalho destinado à produção de mercadorias para serem vendidas com lucro no mercado mundial. Essa foi uma parte fundamental, ainda que não a única, de um ‘pacote’ mais complexo e enredado. O que chegou às Américas foi uma enredada estrutura de poder mais ampla e mais vasta, que uma redutora perspectiva econômica do sistema-mundo não é capaz de explicar. Vendo a partir do lugar estrutural de uma mulher indígena das Américas, o que então surgiu foi um sistema-mundo mais complexo do que aquele que é retratado pelos paradigmas da economia política e pela análise do sistema-mundo. Às Américas chegou o homem heterossexual/branco/patriarcal/cristão/militar/capitalista/europeu, com as suas várias hierarquias globais enredadas e coexistentes no espaço e no tempo.

Há, então, um sistema múltiplo de hierarquias (“heterarquia”, como concebe Kontopoulos) que configura o domínio do Norte sobre o Sul⁴² na acumulação capitalista, no campo linguístico, na divisão internacional do trabalho, na espiritualidade, na concepção epistemológica e na cosmologia, entre outros⁴³. Para ilustrar, lembra-se que “a maioria dos

⁴² A concepção de Sul e de Norte de Santos (2010, p. 19) sobrepõe-se à noção geográfica, e abrange “o conjunto de países e regiões do mundo que foram submetidos ao colonialismo europeu e que, com exceções como, por exemplo, da Austrália e da Nova Zelândia, não atingiram níveis de desenvolvimento econômico semelhantes ao do Norte global (Europa e América do Norte). A sobreposição não é total porque, por um lado, no interior do Norte geográfico classes e grupos sociais muito vastos (trabalhadores, mulheres, indígenas, afro-descendentes, muçulmanos) foram sujeitos à dominação capitalista e colonial e, por outro lado, porque no interior do Sul geográfico houve sempre as ‘pequenas Europas’, pequenas elites locais que beneficiaram da dominação capitalista e colonial e que depois das independências a exerceram e continuaram a exercer, por suas próprias mãos contra as classes e grupos sociais subordinados”.

⁴³ “Atualmente, as zonas centrais da economia-mundo capitalista coincidem com sociedades predominantemente brancas/europeias/euro-americanas, tais como a Europa Ocidental, o Canadá, a Austrália e os Estados Unidos, enquanto zonas periféricas coincidem com povos não-europeus outrora colonizados. O Japão é a única exceção que confirma a regra, na medida em que nunca foi colonizado nem dominado pelos europeus e, à semelhança do Ocidente, desempenhou um papel ativo na construção do seu próprio império colonial. A China, embora nunca colonizada na sua totalidade, viu-se periférica pelo uso de entrepostos coloniais como Hong Kong e Macau, e por intervenções militares diretas” (GROSFOGUEL, 2010, p. 468).

povos indígenas das Américas não via a sexualidade entre homens como um comportamento patológico nem tinha qualquer ideologia homofóbica”, que houve convivência simultânea de formas de trabalho livre (pelos brancos europeus) e escravocratas (pelos negros africanos), além da imposição do cristianismo (GROSFOGUEL, 2010, p. 463-464).

Segundo Grosfoguel (2010, p. 467-468), a colonialidade do poder seria imposta, na esfera econômica, pelos Estados Unidos, por meio de organismos internacionais como o FMI e o Banco Mundial, cujos mecanismos institucionais garantem amplo controle aos EUA e a outros países desenvolvidos. Embora se pondere, aqui, que alguns países, com projetos bem definidos de abertura internacional, como Coréia do Sul, Taiwan e Chile⁴⁴, conseguiram bons resultados na ordem econômica (neo)liberal, pode-se argumentar, também, que atuações, como a do FMI, o qual exigia contrapartidas econômicas e fiscais ortodoxas aos seus empréstimos e reescalamentos de dívidas, acabavam limitando as opções disponíveis aos Estados (um flagrante atentado à soberania), podendo ser interpretadas como empecilhos na luta dos países por crescimento econômico e desenvolvimento (HARVEY, 2011, p. 38, 68) (HELD, 2014, p. 303) (RODRIK, 2006, p. 985).

As agências de *rating* – mais especificamente, as Três Grandes (as únicas grandes “autoridades epistêmicas” do mercado de *ratings*) – são produtos dessa “enredada estrutura de poder” colonial e dificultam a vida de países do Sul na globalização financeira, mesmo não sendo organismos governamentais: consistiriam, então, num “poder colonial” privado. A ciência moderna e o conceito de risco são criações do Norte, assim como as agências de *rating*. Nesse diapasão, o domínio do mercado pelas Três Grandes (pioneiras nessa empreitada moderna) contou com grande contribuição do Estado estadunidense e, em contrapartida, elas sempre mantiveram uma posição ideológica de risco de crédito favorável ao país e às demais nações desenvolvidas, reforçando, assim, o domínio do Sul pelo Norte. O domínio epistêmico das Três Grandes ajuda a conformar, no imaginário dos investidores, que os títulos da dívida estadunidense sejam a aplicação mais segura do mundo⁴⁵, mesmo o país

⁴⁴ “Dois dos pilares do desenvolvimento chileno foram a abertura ao comércio exterior e a adoção de medidas de livre mercado, a partir da década de 70”. O país “deve encerrar o ano de 2018 com uma marca simbólica – e inédita – na América do Sul: a renda per capita de 25000 dólares no conceito de paridade de poder de compra, que leva em conta as diferenças no custo de vida entre os países”. “Para efeito de comparação, a renda per capita do Brasil, pelo mesmo conceito, é de 16100 dólares” (SAKATE, 2018, p. 73). Ainda, a pobreza no país, “em 2017, afetava 8,6% da população, um dos registros mais baixos da América Latina” (ROSSI, 2018).

⁴⁵ Os EUA, avaliados pelas agências desde que estas começaram a classificar soberanos, sempre mantiveram a nota máxima “triplo-A” nas Três Grandes, até receberem um *downgrade* em 2011 pela Standard & Poors, que rebaixou a nota do país de “AAA” para “AA+” (nota mantida até hoje). O julgamento favorável que as agências sempre executaram em relação aos EUA ajuda a consolidar uma visão de que os títulos da dívida estadunidense (os famosos “treasury bonds”) são a aplicação mais segura do mundo – assim, estes atraem muitos interessados, mesmo pagando taxas baixíssimas, e qualquer aumento destas incita grandes fluxos financeiros a se deslocarem

tendo uma dívida pública que supera o valor do seu PIB⁴⁶; por outro lado, as Três Grandes classificam boa parte dos países subdesenvolvidos como “grau especulativo”. Dessa forma, o custo para captar recursos dos países desenvolvidos bem avaliados tende a ser (bem) menor do que o de países subdesenvolvidos, diferença esta que reflete também nos setores privados, por meio do teto soberano. Na América do Sul, além do Brasil, Argentina, Bolívia, Equador, Paraguai e Venezuela possuem notas “grau especulativo” nas Três agências. Chile, Colômbia, Peru e Uruguai possuem notas “grau de investimento”, sendo que o Chile apresenta as maiores notas do subcontinente (“A+” na S&P e Fitch e “A1” na Moody’s). Colômbia, Peru e Uruguai estão mais próximos do “grau especulativo” do que das notas máximas “AAA” e “Aaa”. O Chile é o único país do subcontinente que está mais próximo da nota máxima do que do “grau especulativo” na Moody’s e na S&P – na Fitch, encontra-se mais perto do “grau especulativo”.

Figura 10 – As classificações dos países da América do Sul nas Três Grandes

	S&P	Fitch	Moody’s
Argentina	B+	B	B2
Bolívia	BB-	BB-	Ba3
Chile	A+	A	A1
Colômbia	BBB-	BBB	Baa2
Equador	B-	B-	B3

para lá, o que prejudica a autonomia, dos países subdesenvolvidos, de manterem suas taxas em níveis baixos. Basta uma passada de olhos nos comentários da grande mídia brasileira sobre as razões do Brasil ter a já referida reserva internacional bilionária aplicada nos papéis dos EUA, para se averiguar o imaginário sobre os títulos estadunidenses: expressões como “risco zero” e “considerados os títulos mais seguros do mundo” são utilizadas à torto e direito.

⁴⁶ Não se trata, aqui, de considerar a avaliação das agências injustas em relação aos EUA, pois ao lado da enorme dívida e dos sucessivos déficits primários, está sua incrível capacidade de emitir dívida barata, favorecida pelas agências, mas sustentada pela emissão da moeda de reserva internacional mais importante, o dólar. North (2013) argumenta que há dois motivos principais para o dólar ter este *status*: “Primeiro, os países membros da OPEP aceitam dólares em troca de petróleo. E a precificação da OPEP é a principal unidade de conta para todos os mercados de petróleo. Isso representa um tremendo subsídio para o Tesouro dos Estados Unidos. É também um subsídio para o Fed. Tal arranjo permite que o Fed tenha muito mais liberdade para expandir a base monetária, pois, como todos os países estrangeiros têm de comprar dólares para comprar petróleo, a demanda por dólares é garantida, e isso faz com que a expansão monetária do Fed não gere grandes repercussões sobre o valor internacional do dólar. O segundo motivo é o mercantilismo. Os governos estrangeiros querem inflacionar continuamente, pois não querem que suas indústrias exportadoras (um lobby poderoso em praticamente todos os países do mundo) percam mercado em decorrência de uma moeda doméstica apreciada. Se são necessários mais dólares para se adquirir uma moeda em processo de valorização, isso faz com que as receitas da indústria exportadora deste país sejam menores. Políticos são mercantilistas. Eles querem subsidiar o setor exportador de suas economias. Como consequência, governos estrangeiros criam moeda doméstica, compram dólares e em seguida compram títulos do Tesouro americano (os quais formam as reservas internacionais destes países). Isso mantém o câmbio desvalorizado”.

Paraguai	BB	BB	Ba1
Peru	BBB+	BBB+	A3
Uruguai	BBB	BBB-	Baa2
Venezuela	SD	RD	C

Fonte: Tradingeconomics, 2018b. Acesso em: 05 out. 2018.

Para os títulos estadunidenses, então, está claro que o saber das Três Grandes não é um problema; muito pelo contrário, é extremamente benéfico. Tal afirmação fica nítida nas mesas redondas da SEC sobre as agências de *rating*. Em abril de 2009, ainda com as diversas instituições sociais tentando compreender os motivos da crise, a SEC realizou uma primeira mesa redonda, com painéis que abrangiam temas como a falta de competitividade no mercado e o aperfeiçoamento da supervisão sobre as agências. Em 2013, em uma nova mesa redonda, trataram-se de assuntos como *ratings* não solicitados e modelos remuneratórios (RITHOLTZ, 2009) (UNITED STATES OF AMERICA, 2013). Fica evidente, então, que a desigualdade fomentada pelas agências, no sistema capitalista, não era considerada uma questão a ser debatida diretamente nesses encontros.

As diferenças do saber das Três Grandes entre Norte e Sul são graves, pois, na economia globalizada, “as economias de todo o mundo dependem do desempenho de seu núcleo globalizado”, e as divisas absorvidas pelo setor privado são essenciais, tendo em vista que condicionam “a autonomia dos governos nas políticas monetárias e fiscais”. Dessa maneira, “é o desempenho do capital nos mercados globalmente interdependentes que decide, em grande parte, o destino das economias em geral” (CASTELLS, 2000, p. 142-147). Além do mais, “a vibrant and deep local currency domestic bond market promotes financial stability and economic growth” (PEIRIS, 2010, p. 3).

Portanto, como se verá agora, o poder colonial privado das agências de *rating* é mais um fator limitador à soberania brasileira.

3.3 A colonialidade do mercado de *rating* e a soberania brasileira

3.3.1 A soberania na globalização financeira

Dallari (1989, p. 63-64) explica que a noção de soberania não existia na Antiguidade, mas que é, desde o século XVI, “uma das bases da ideia de Estado Moderno, tendo sido de excepcional importância para que este se definisse”. O autor leciona que Aristóteles

denominava “autarquia” um atributo da Cidade-Estado na Grécia, que, entretanto, não indicava “supremacia do poder, significando apenas que ela era auto-suficiente (sic), capaz de suprir as próprias necessidades”. Em Roma, também não existia qualquer conceito semelhante ao de soberania.

Já a Idade Média era caracterizada pela concomitância do poder real e do poder senhorial. O monarca, entretanto, “vai ampliando a esfera de sua competência exclusiva, afirmando-se soberano de todo o reino, acima de todos os barões, adquirindo o poder supremo de justiça e de política, acabando por conquistar o poder legislativo”. Dessa forma, o poder, antes relativo, vai adquirindo caráter absoluto, “até atingir o caráter superlativo, como poder supremo” (DALLARI, 1989, p. 64-65). Lewandowski (1997, p. 234) disserta que a burguesia foi fundamental para a consolidação da soberania como elemento do Estado, uma vez que “ansiava por uma unificação do poder político, cansada do caos social, da insegurança generalizada, da multiplicidade de leis, de jurisdições, de padrões monetários, de pesos e medidas e tributos, que caracterizavam a ordem medieval”. A afirmação do Estado com poder supremo, então, favoreceria as atividades mercantis.

O primeiro pensador a desenvolver a noção de soberania foi Jean Bodin, que, observando a situação da França, publicou, provavelmente em 1576, a obra “Les Six Livres de la République” (“Os Seis Livros da República”), em que conceituava soberania como poder absoluto e perpétuo de uma República (DALLARI, 1989, p. 65). Lewandowski (1997, p. 235) detalha as ideias de Bodin sobre soberania:

Para o autor francês, a soberania consiste no direito de: 1. dar leis a todos e a cada um em particular; 2. declarar a guerra e negociar a paz; 3. nomear os principais magistrados e funcionários; 4. decidir em última instância e de conceder a graça aos condenados; 5. cunhar moedas e de estabelecer pesos e medidas; e 6. gravar os súditos com impostos e contribuições.

Dallari (1989, p. 69), por sua vez, explica que diversas características são apontadas à noção de soberania pelos teóricos do tema:

Quanto às *características* da soberania, praticamente a totalidade dos estudiosos a reconhece como *una, indivisível, inalienável e imprescritível*. Ela é *una* porque não se admite num mesmo Estado a convivência de duas soberanias. Seja ela poder incontestável, ou poder de decisão em última instância sobre a atributividade das normas, é sempre poder superior a todos os demais que existam no Estado, não sendo concebível a convivência de mais de um poder superior no mesmo âmbito. É *indivisível* porque, além das razões que impõem sua unidade, ela se aplica à universalidade dos fatos ocorridos no Estado, sendo inadmissível, por isso mesmo, a existência de várias partes separadas da mesma soberania. [...]. A soberania é *inalienável*, pois aquele que a detém desaparece quando ficar sem ela, seja o povo, a

nação, ou o Estado. Finalmente, é *imprescritível* porque jamais seria verdadeiramente superior se tivesse prazo certo de duração. Todo poder soberano aspira a existir permanentemente e só desaparece quando forçado por uma vontade superior.

A essas características acrescenta ainda ZANZUCCHI que a soberania é um poder: *originário*, porque nasce no próprio momento em que nasce o Estado e como atributo inseparável deste; *exclusivo*, porque só o Estado o possui; *incondicionado*, uma vez que só encontra os limites postos pelo próprio Estado; *coativo*, uma vez que, no seu desempenho, o Estado não só ordena, mas dispõe de meios para fazer cumprir suas ordens coativamente (DALLARI, 1989, p. 69).

A ideia de soberania seria compreendida como moeda de duas faces desde o Tratado de Paz de Westphalia, de 1648, que trouxe paz à Europa ao encerrar a Guerra de 30 anos e as lutas religiosas que vigoravam por lá (LEWANDOWSKI, 1997, p. 235). Nesses documentos, seria consagrado o princípio “*hujus regio, ejus religio*, ou seja, na região deles, a religião deles, o que implicou, para os Estados, o mútuo reconhecimento da soberania no território nacional e igualdade no plano internacional” (RANIERI, 2013, p. 97). Nesse sentido, as duas faces da ideia de soberania são: a soberania interna, “que é sinônimo de *supremacia*”, e outra externa, que significa independência (LEWANDOWSKI, 1997, p. 235).

Moita (2012, p. 20-39), por outro lado, ressalva que a “Paz de Augsburg”, do século XVI, a qual também tinha como escopo encerrar as lutas religiosas na Europa, já tinha consagrado a liberdade religiosa para os luteranos, pontuando que o princípio acima mencionado já era usado “em situações antecedentes” à Paz de Westphalia, e pode ser melhor traduzido como “tal o príncipe, tal a religião”. O autor, ainda, adota uma visão contramajoritária ao argumentar que a Paz de Westphalia não inaugura uma nova ordem dominada pelos Estados-Nação, que conviveriam numa situação de “equilíbrio de poder” (“balance of power”), pois sustenta que os Estados coexistiam com outros tipos de organizações políticas com “diferentes graus de autonomia”, e que o *balance of power* já era notado em tempos anteriores.

De qualquer forma, no sistema moderno de Estados-Nação, cuja construção teve a contribuição de Westphalia e também de outros elementos, como o fim do antigo regime e o surgimento do capitalismo industrial – o qual “encontrou no Estado-Nação a forma mais adequada de se organizar politicamente” (MOITA, 2012, p. 39) –, a noção clássica de soberania com duas faces (externa e interna), foi basilar. Dallari (1989, p. 72), nessa linha, pontua que a soberania possui dois significados: “independência” e “poder jurídico mais alto”. Enquanto este expressa que o Estado é quem tem, dentro de sua jurisdição, o “poder de decisão em última instância, sobre a eficácia de qualquer norma jurídica”, a independência

representa a não submissão de um Estado a qualquer potência estrangeira e o “poder de fato que tenha o Estado, de fazer prevalecer sua vontade dentro de seus limites jurisdicionais”.

A soberania, entretanto, nunca foi um poder totalmente sem limites (LEWANDOWSKI, 2004, p. 295) (STUCHI, 2018, p. 145), pois os países, em maior ou menor grau, sofrem restrições internas e externas. Nesse quadro, o Brasil⁴⁷ é um Estado caracterizado pelo “patrimonialismo” e pelo “clientelismo”, que são práticas enraizadas as quais fazem interesses privados se sobrepor ao interesse público (GASPARDO, 2015, p. 92-93). Podemos citar os sucessivos privilégios que gozam as indústrias automobilísticas, os estapafúrdios benefícios conferidos à elite do funcionalismo público e a bizarra estrutura tributária brasileira como exemplos de como setores articulados conseguem manipular o Estado para satisfação de vontades próprias, que, do ponto de vista do bem comum, são, no mínimo, questionáveis. Dessa forma, o Estado brasileiro é “impotente perante fortes interesses privados e corporativos dos setores mais privilegiados. [...] o Estado, ou melhor, o exercício da soberania estatal é bloqueado pelos interesses privados” (BERCOVICI, 2004, p. 269).

A globalização, por sua vez, exarceba o bloqueio à soberania, sobretudo em países subdesenvolvidos. Questões globais ambientais, de segurança e econômicas, como o aquecimento global, o terrorismo e as virulentas crises da globalização financeira, respectivamente, mostram-se incapazes de serem enfrentadas/prevenidas pelos governos de maneira isolada. O Estado não pode lidar com todos os assuntos que lhe dizem respeito: ao contrário, é afetado, por exemplo, por políticas unilaterais de outros países, por deliberações de organismos internacionais e por decisões de agentes do mercado. Assim, a enorme poluição emitida pelos EUA e pela China afeta o meio ambiente de todo planeta, decisões de organismos como o Grupo dos Vinte (G20) ajudam a moldar a economia mundial, e a irresponsabilidade de grandes instituições financeiras podem causar uma crise global.

A já analisada globalização financeira, viabilizada pela compressão do tempo e do espaço oriunda das inovações tecnológicas, é caracterizada pela transnacionalização dos circuitos de produção e pelas altas mobilidades de capitais e mercadorias num cenário de desregulação, desintermediação e descompartimentação dos mercados, coordenada por várias regras estabelecidas por estes, em vez do direito positivo estatal. Dessa forma, “todas as formas de controle administrativo das taxas de juros, do crédito e dos movimentos de capitais foram progressivamente abolidas. O objetivo era desenvolver as finanças de mercado”. Em tal

⁴⁷ Sobre os reflexos das restrições à soberania do Estado brasileiro em nossa democracia, Cf. Gaspardo, 2015.

conjunta, as “finanças especulativas” explodiram, confirmando a previsão de Keynes, “para quem o risco de um predomínio da especulação tende a crescer, na medida em que a organização dos mercados financeiros progride”. As regulamentações mais frouxas, então, permitem que o capital se desloque facilmente pelo globo em busca de ganhos de curto prazo, sem o objetivo de contribuir para o financiamento da produção e do comércio (PLIHON, 1998, p. 111-113). Isso demonstra que a dependência desses fluxos é perigosa, pois estes circulam descompromissadamente pelos países, podendo se retirarem repentinamente caso os investidores considerem que há uma deterioração da sustentabilidade macroeconômica do país, ou caso ocorra algum choque externo (uma elevação nas taxas de juros dos países desenvolvidos, por exemplo) (FREITAS; PRATES, 2008 p. 193-194). Nas palavras de Chang: (2013, p. 188): “o capital financeiro é ‘impaciente’ e busca ganhos rápidos. A curto prazo, isso gera uma instabilidade econômica, já que o capital líquido passeia imprevisivelmente pelo mundo e de maneiras ‘irracionais’”

Nesse cenário, o dólar cumpre o papel de moeda de reserva universal, diante da ausência de uma moeda internacional que balize as demais, o que limita a autonomia monetária e cambial das demais moedas.

parece que os EUA são o único país que podem aplicar uma política monetária nacional em função de seus objetivos internos – nível de emprego, desdobramentos no comércio exterior –, independentemente das flutuações da taxa de câmbio do dólar (DE BRUNHOFF, 1998, p. 52).

Da mesma forma, como no imaginário dos investidores os países subdesenvolvidos possuem títulos de maior risco, em momentos de turbulência econômica, aqueles tendem a retirar seus capitais desses países e aplicá-los em locais “mais seguros”, o que pode comprometer a saúde financeira dessas nações. Nesse diapasão, como os EUA emitem títulos de dívida em dólar, a moeda que todos procuram, Carvalho (2018) explana que a taxa de juros do banco central estadunidense “determina boa parte dos ciclos financeiros globais”.

Outro problema é que, para conseguir crédito do mercado internacional, os Estados buscam mostrar-se competitivos aos olhos dos investidores, o que significa a adoção de políticas ortodoxas, mesmo em detrimento de anseios da população (GASPARDO, 2009, p. 56-68) (HARVEY, 2011, p. 76).

Todavia, mesmo diante de toda essa “irracionalidade” do setor financeiro, até os países desenvolvidos se abriram a este para captar recursos, por meio de títulos públicos, havendo

enorme elevação da detenção da dívida pública por estrangeiros em nações como Alemanha, França e Canadá no final do século XX (PLIHON, 1998, p. 108-109).

A soberania dos Estados periféricos, dentro da globalização, sofre ainda mais que a dos países centrais do capitalismo. O Brasil tem pouca ou nenhuma voz em organismos que visam endereçar algumas questões globais, como o Conselho de Segurança da Organização das Nações Unidas (ONU), as reuniões de agremiações como o Grupo dos Sete (G7) e as instituições de Bretton Woods: FMI e Banco Mundial. Da mesma forma, como discutido acima, nos momentos de instabilidade financeira os países subdesenvolvidos tendem a sofrer mais, pois os investidores retiram seus capitais destes para aplicá-los em locais “mais seguros”.

Ranieri (2013, p. 101-102) aprofunda a nova roupagem do conceito de Estado soberano nos tempos atuais, ponderando que este passa a ser um ator que convive com outros centros decisórios, perdendo, portanto, a capacidade de lidar com assuntos que, anteriormente, podia resolver unilateralmente.

O Estado moderno dos primórdios do século XXI se defronta, no seu território e na ordem internacional, com uma pluralidade de centros decisórios e de produção do direito, não estatais ou supraestatais, o que implica a relativização da centralidade, unidade e territorialidade do poder estatal. Sua soberania é partilhada ou compartilhada com os demais sujeitos da ordem internacional e regional, provocando o declínio da autoridade estatal assim como a perda do monopólio do poder político.

De outro lado, a prevalência da economia sobre a política, em grande parte por obra de processos de transnacionalização dos mercados de insumos, produção, capitais, finanças e consumo, e da perda do controle estatal sobre a moeda, associada à tecnologia da informação e à organização da sociedade em rede relativizou a soberania dos Estados. Por essa razão é que, na sociologia e na ciência política, fala-se do renascimento dos Estados como “atores”, com sua competência institucional original dividida entre outros atores públicos e privados no cenário mundial, sofrendo a concorrência dos jogos informais de poder, animados por redes com as quais os Estados têm de conviver, dentro e fora de seu território (RANIERI, 2013, p. 101-102).

3.3.2 A soberania brasileira diante da colonialidade do mercado de rating

As Três Grandes agências de *rating*, então, são alguns desses atores privados que sufocam a soberania de Estados em suas duas concepções. Em primeiro lugar, considerando a soberania enquanto *independência*, como a capacidade do Estado de fazer prevalecer sua vontade em seu território e não se submeter a “qualquer potência estrangeira”⁴⁸ (DALLARI,

⁴⁸ Na era da globalização financeira, parece claro que o termo “potências estrangeiras” pode ser estendido às agências de *rating*, uma vez que não são só os Estados que limitam suas soberanias entre si, mas também os

1989, p. 72), ela é limitada pois, Estados subdesenvolvidos, por mais que tenham interesse que suas *creditworthiness* sejam expostas nos grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito, que são as agências de *rating*, são *dependentes* das Três Grandes, as únicas grandes vitrines e produtoras de saberes severos em relação a esses países, e isso prejudica seu acesso ao mercado financeiro ao ajudarem a conformar uma expectativa negativa, no imaginário dos investidores, sobre a qualidade de seus papéis.

Como salientam Canuto e Santos (2003, p. 8, 11), há uma necessidade dos países de anunciarem suas *creditworthiness* nas agências, pois “títulos de governos classificados são preferíveis aos de governos não classificados”, e os países “emergentes”, sem os *ratings*, “teriam acesso mais limitado a recursos externos e a custos maiores”. Essa dependência é condenável, pois ficou patente que o saber das Três Grandes, que é irregulamentável, foi protegido unilateralmente, pelos EUA, de saberes concorrentes, e até elevado por normas como obrigatório, se tornando fundamental no mercado financeiro sem qualquer legitimidade perante outros Estados: o poder político ajudou a forjar a “autoridade epistêmica” de empresas privadas, a qual, por sua vez, não é permeável aos mandos da política, o que, em outras palavras, significa que os EUA não se importaram em delegar uma importante função do sistema capitalista a agentes privados irregulamentáveis, e isso se justificaria pela vantagem que os saberes destes garantem àqueles.

A dependência do saber das Três Grandes prejudica também a realização dos “fins” do Estado brasileiro. Compreende-se, aqui, que definir os fins de um Estado como a concretização do “bem comum”, como fazem alguns autores⁴⁹, se trata de uma “eleição apriorística dos valores que julga orientar o exercício do poder político” (TOJAL, 1997, p. 110). Por outro lado, discorda-se de uma concepção marxista de que o fim do Estado seja sedimentar o domínio da burguesia sobre o proletariado (RANIERI, 2013, p. 27), pois compreende-se o Estado como um “sistema contraditório”, social e político, “em que é possível lutar e onde o fracasso não é o único resultado possível” (SANTOS, 2005, p. 32-34). Desse modo, Ranieri (2013, p. 123-124) explica que “a mais importante tarefa da política, está, justamente, em dirigir o poder do Estado para a realização de fins considerados legítimos pelo povo”, e que, “no Estado Democrático de Direito, a Constituição é o instrumento pelo

agentes do mercado, que, por meio de arranjos próprios, desenvolvem atividades que são incontroláveis pelos entes políticos.

⁴⁹ Cf. Dallari, 1989.

qual os fins do Estado e as maneiras de realizá-los são expressos”. À população cabe, então, a possibilidade de lutar na arena estatal em busca desses objetivos gerais⁵⁰.

O Brasil, em sua Constituição, adotou um modelo de Estado que tem o *dever ser* de garantir a prestação de diversos direitos sociais, como saúde, educação e lazer, além de metas mais amplas como a “erradicação da pobreza”, o “desenvolvimento nacional” e a “promoção do bem de todos” (BRASIL, 1988). Como não se precisa de um grande exercício intelectual para perceber que a promoção desses diversos direitos, bem como a defesa do “bem de todos”, do “desenvolvimento nacional” e da “erradicação da pobreza” são prejudicados pela existência, no mercado de *ratings*, de apenas Três Grandes “autoridades epistêmicas” severas com o país, aflora-se uma realidade em que a limitação da soberania brasileira limita também seus fins constitucionais de Estado.

Em segundo lugar, compreendendo a soberania como “poder jurídico mais alto” (DALLARI, 1989, p. 72), verifica-se novo dano, pois as agências, ao julgarem o risco de crédito dos países, intrometem-se em sua vida política: criticam medidas tomadas, sugerem providências, analisam reformas discutidas internamente e examinam a governabilidade para aprovação de propostas que consideram necessárias, de acordo com as relações momentâneas entre os poderes e com a popularidade do governo. Tais atitudes das empresas de *rating* parecem inevitáveis, posto que devem motivar suas decisões para darem alguma transparência ao processo de avaliação; entretanto, os países podem se sentir coagidos a agirem de acordo com as prescrições das empresas, tendo em conta que seu olhar tem impacto nos preços cobrados pelos investidores. Em outras palavras, empresas privadas acabam por pressionar decisões políticas de entes soberanos.

No Brasil, por exemplo, as agências colocam como necessária a aprovação de uma reforma da previdência (e criticam demasiadamente sua demora, assim como criticavam a ingovernabilidade no governo Dilma que travava um ajuste fiscal), além de terem elogiado a aprovação da proposta de emenda constitucional (PEC) nº 95, a do “teto de gastos”. Se, por um lado, a intromissão das agências é vista como clara afronta à noção de soberania, por outro, ela pode ser usada como apoio para a legitimação de medidas impopulares: o então ministro da fazenda, Henrique Meirelles, usava como argumento para a aprovação da referida

⁵⁰ Entende-se os limites das lutas dentro do Estado capitalista. Nestas, não seriam colocados em cheque, por exemplo, a propriedade dos meios de produção e alguns “direitos adquiridos”, mesmo que imorais ou ilegítimos. A luta por meio da legalidade, entretanto, não deixa de ser uma estratégia disponível e, às vezes, eficiente, para importantes avanços sociais. Por isso, percebe-se grupos revolucionários (que desejam a demolição da institucionalidade vigente) exercendo, por exemplo, o direito ao voto no intuito de usar a política como meio de satisfação de alguns de seus interesses. Ainda neste capítulo, a justificabilidade de uma abordagem reformista à ordem atual será aprofundada.

PEC do “teto de gastos” o de que esta agradaria as agências (BASILE, 2016). A ingerência política das agências na vida dos Estados, aliada à visão positiva que têm do liberalismo econômico⁵¹, inclusive, fazem muitos considerarem que as empresas de *rating* são agentes que fazem campanha em prol da imposição das medidas do Consenso de Washington (ASSIS, 2018). Nesse sentido, pode se interpretar que as agências estariam “chutando a escada” do Brasil rumo ao desenvolvimento, ao desestimularem a tomada de algumas medidas que poderiam ser importantes para o crescimento do país⁵².

Ainda que a ingerência política das agências pareça inevitável, visualiza-se pelo menos um meio de tentar restringí-la: a Argentina (2013) estabelece em seu decreto nº 1023/2013 que as agências devem se abster de qualquer “recomendación explícita o directa sobre las políticas soberanas”. Assim, por exemplo, uma agência poderia justificar determinada ação de *rating* pelo aumento do déficit público, mas não poderia sugerir reformas concretas ou criticar decisões tomadas para remediá-lo. Todavia, não há sólidas garantias de que as agências, em seus escritórios espalhados pelo globo, respeitarão tal mandamento.

Por fim, pontua-se que, embora a globalização tenha trazido potentes bloqueios à concepção de soberania, esta deve continuar a ser um atributo do Estado, que mantém o poder de decidir sobre diversas questões de sua vida interna, e a capacidade de, no plano externo, “assumir ou não determinadas obrigações” (LEWANDOWSKI, 2004, p. 294).

3.4 As perspectivas do mercado de *rating*: o fim da arbitrariedade das NRSROs e a remoção do uso obrigatório das agências

3.4.1 O fim da colonialidade do mercado de rating?

Como visto nos capítulos anteriores, o saber das Três Grandes é prejudicial a países subdesenvolvidos, como o Brasil, já que qualquer Estado que emite papéis creditícios tem interesse em conseguir financiamento barato, ou seja, tem interesse em conseguir boas notas nas principais autoridades avaliadoras de risco de crédito, seja ele mais aberto ao mercado

⁵¹ “O histórico de defaults soberanos sugere que uma economia rica, diversificada, resiliente, adaptável e orientada para o mercado, associada a um histórico de crescimento econômico de longo prazo, fornece uma base sólida de receitas para um governo soberano, aumenta a flexibilidade de sua política fiscal e monetária, e, por fim, aumenta a capacidade de sustentar seu endividamento” (STANDARD & POOR’S, 2014, p. 12, grifo nosso).

⁵² “Chutando a escada: a estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica” é uma obra em que Chang (2004) defende que os países desenvolvidos buscam “chutar a escada” dos países subdesenvolvidos ao desestimularem que estes adotem políticas que aqueles usaram em suas trajetórias, como o protecionismo e a violação de propriedade intelectual, em favor das “boas políticas e instituições” da ordem liberal, supostamente superiores.

mundial ou mais fechado, mais liberal ou mais intervencionista. Dois fatos, entretanto, colocariam em cheque a continuidade do poder colonial do mercado de *rating*: em primeiro lugar, a lei federal estadunidense Dodd-Frank Act ordenou a remoção do uso regulatório das agências (que é apontado por alguns como o principal motivo para sua importância no mundo capitalista atual), inaugurando um processo que está em curso; em segundo lugar, em 2006, a SEC adotou, finalmente, critérios para uma agência se tornar uma NRSRO, acabando com a injustificável discricionariedade que o órgão tinha e que ajudou a consolidar o oligopólio das Três Grandes, sendo que, hoje, já há 10 agências credenciadas com essa condição. Nas próximas linhas, então, analisar-se-á a fundo como as características idiossincráticas do mercado de *ratings* apontam para a continuidade da autoridade e do domínio “epistêmico” das Três Grandes, mesmo diante das referidas mudanças normativas.

3.4.2 A continuidade da “autoridade epistêmica”: propaganda e duplo-auxílio das agências

Após a crise de 2008, que contou com avaliações errôneas das Três Grandes, as quais ajudaram a disseminar papéis podres no sistema financeiro internacional, houve um grande escrutínio que culminou com regulamentações, as quais determinaram a remoção das referências normativas que estabeleciam o uso obrigatório das agências de *rating* como parâmetro para operações financeiras de investidores. Entre essas normas, destaca-se a estadunidense Dodd-Frank Act, porque a jurisdição dos EUA é a que contempla o maior mercado financeiro do mundo.

Como visto, alguns estudiosos do tema apontam que a grande importância que as agências de *rating* têm deriva, justamente, desse uso obrigatório⁵³. Nessa linha, desconfiaria-se que o processo em curso, de remoção do uso vinculante das agências, poderia minar sua importância no sistema capitalista atual e, conseqüentemente, fazer esvair sua “autoridade epistêmica”. Argumenta-se aqui, entretanto, que as funções atuais das agências, de serem vitrines de *creditworthiness* no modelo “emissor paga”, de serem auxiliares essenciais na confecção dos produtos estruturados e de auxiliarem os investidores com informações públicas e gratuitas, farão que tais empresas continuem sendo notórios atores no sistema capitalista, mantendo, dessa forma, essa autoridade. Para tanto, elucida-se que se parte da premissa de que o sistema “emissor paga” continuará a ser utilizado pelas Três Grandes: agências e acadêmicos alegam que o “emissor paga” é o único modelo possível, já que os

⁵³ Cf. Kerwer, 2001.

ratings são “bens públicos” (“public goods”) – avaliações que logo se disseminam pelo globo por meio das tecnologias contemporâneas, o que desincentiva que investidores paguem pelos *ratings* no sistema “investidor paga” (ABDELAL; BRUNER, 2005, p. 195) (DARBELLAY; PARTNOY, 2012, p. 11).

Um poderoso argumento para que as agências se mantenham fortes, mesmo após o início do processo de remoção de seu uso obrigatório, é o da dependência que os produtos estruturados têm de suas atividades. Como já demonstrado, o auxílio das agências é essencial na confecção desses papéis (JOSEPHSON; SHAPIRO, 2018, p. 2) (SINCLAIR, 2010, p. 8) (SINCLAIR, 2017), que possuem grande peso em suas receitas: como informam He, Qian e Strahan (2011, p. 131), os produtos estruturados correspondiam a 44% das receitas da Moody’s em 2006. Se o auxílio na elaboração dos produtos é indispensável, o anúncio de seus “riscos” nas grandes vitrines também parece importantíssimo, uma vez que alguns papéis são complexos até para os investidores mais experientes (GULLO, 2014, p. 20). Além do mais, os investidores mostraram grande confiança nas avaliações das agências antes da crise de 2008, que parecem ter sido suficientes para a aquisição massiva de produtos podres.

Outro argumento favorável à preservação da “autoridade epistêmica” das agências é o de que elas ainda são as melhores vitrines para exposição de *creditworthiness*. As ações de publicidade são fundamentais em diferentes ramos de negócios no sistema capitalista; no mercado financeiro, emissores pagam para que as agências divulguem a qualidade de seus papéis mundo afora. Como visto, há outros atores que avaliam risco de crédito, mas as agências se diferenciam desses à medida que se dispõem a julgar risco de crédito de emissores e emissões de qualquer natureza e de uma maneira atrativa (KERWER, 2001, p. 12). As agências avaliam entes soberanos e subsoberanos, corporações financeiras e não financeiras, estabelecendo escalas de notas semelhantes para os papéis de diferentes tipos, o que as torna grandes e chamativos sistemas de comparabilidade de risco de crédito: ou seja, são as maiores e melhores vitrines para que investidores conheçam os diferentes produtos, sendo que as Três Grandes se destacam das demais.

Além do mais, as agências disponibilizam uma enorme quantidade de informações públicas e gratuitas, tornando-se fontes de informações extremamente sedutoras aos olhos dos investidores, que, então, observam atentamente suas ações de *rating*. Nota-se, por outro lado, um interesse das agências em continuarem a avaliar diferentes classes de emissores para continuarem se autoafirmando como os grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito, que as tornam as vitrines mais cobiçadas pelos emissores.

Para os emissores dos países desenvolvidos do Norte, a divulgação nas agências é ainda mais vantajosa, uma vez que estão no topo dos grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito – são os melhores produtos das vitrines! Dessa forma, mesmo que um dia não exista qualquer norma que exija o uso das agências de *rating* em todo o mundo, para os emissores do Norte parece uma ótima relação de custo-benefício anunciar suas *creditworthiness* nas agências, pois estas, além de darem maior transparência aos seus papéis (exposição global), os colocam em posições privilegiadas.

Jankowitsch, Ottonello e Subrahmanyam (2018, p. 30-33) analisaram *downgrades* e *upgrades*, das Três Grandes, entre 2003 e 2014, no mercado corporativo estadunidense, com o objetivo de investigarem se a mudança no ambiente regulatório havia alterado a visão do mercado financeiro sobre as agências, e concluíram que o panorama após a crise, e a Dodd-Frank, tornou as agências menos otimistas na avaliação de papéis, ao mesmo tempo em que houve uma queda de antecipação do mercado aos seus *ratings*, “suggesting overall that tighter regulatory monitoring is related to more timely downgrades from CRAs”. Dessa maneira, desde a Dodd-Frank, os *downgrades* de títulos de firmas não financeiras são percebidos, pelo mercado, como mais informativos⁵⁴ em relação ao período anterior à crise, o que não foi observado nos *downgrades* dos títulos de corporações financeiras. Tal estudo, então, demonstra que as Três Grandes continuam sendo importantes fontes de informação do mercado financeiro, e que seu saber pode, inclusive, ganhar mais influência, mesmo diante do processo de remoção do uso regulatório.

We find that the informativeness of rating changes was generally low before the crisis, and that rating changes for financial bonds were less informative than those of non-financial bonds. Furthermore, the informativeness increased during the crisis, in combination with a high level of illiquidity, in line with the models discussed in the literature. Since Dodd-Frank, credit rating changes have led to a significantly stronger market reaction for non-financial bonds, which we do not find for financial bonds, indicating that the new regulatory framework has ambiguous effects, which have been discussed as a likely outcome in the theoretical literature (JANKOWITSCH; OTTONELLO; SUBRAHMANYAM, 2018, p. 32, grifo nosso).

Por fim, desconfia-se do próprio processo de remoção do uso obrigatório das agências de *rating*. Em primeiro lugar, não há alternativas que sejam grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito⁵⁵ – nas agências, os investidores têm a facilidade de

⁵⁴ “Informativeness is measured through the impact of credit rating changes on the prices and liquidity of corporate bonds, taking differences in their characteristics into account” (JANKOWITSCH; OTTONELLO; SUBRAHMANYAM, 2018, p. 1).

⁵⁵ “Regarding the removal of regulatory reliance on ratings, the challenge consists of finding appropriate substitutes for ratings” (DARBELLAY; PARTNOY, 2012, p. 22).

comparar a nota de *residential mortgage backed-securities* (RMBS) com a dos papéis da cidade do Rio de Janeiro, ambas representadas por símbolos e escalas semelhantes. Essa ausência de alternativas dificulta o processo de remoção, uma vez que pode ser preferível a referência a quem possa ser visto com receio (como é o caso das agências), à ausência total de parâmetros externos de avaliação de risco de crédito.

Em segundo lugar, a remoção total do uso obrigatório das agências depende da determinação de todos entes políticos e regulamentações privadas que o adotaram, o que pode ser demasiadamente lento ou até mesmo irrealizável. Agentes como os fundos multimercados, os quais investem em papéis de todos os tipos, podem (continuar a) optar pelo uso das agências pela atraente comparabilidade que estas fornecem, ou para divulgarem uma “maior segurança” aos seus clientes.

Diante do exposto, conclui-se que há fortes evidências de que as agências de *rating* e, principalmente, as Três Grandes, continuarão a ser importantes atores na globalização financeira (neo)liberal, e conservarão significativas “autoridades epistêmicas”, as quais seguirão influenciando os preços dos ativos.

3.4.3 Alternativas no mercado? O “emissor paga” e o oligopólio sedimentado

Como visto, há pelo menos dois aspectos que geram um interesse de desenvolvimento de saberes contra-hegemônicos: a severidade dos *ratings* soberanos com os países subdesenvolvidos e o teto soberano, que estabelece como intrínseca e permanente a relação entre o risco soberano e os dos emissores de papéis em moeda estrangeira situados em suas fronteiras. Nessa toada, para uma agência ser caracterizada como uma alternativa contra-hegemônica, deve estabelecer métodos e categorias distintos das Três Grandes em prol dos países do Sul, o que, certamente, não atrairia os emissores do Norte, beneficiados pelas Três Grandes. Ainda, deve essa alternativa ser grande o suficiente ao ponto de rivalizar com o saber das maiores agências.

Há, então, uma clara demanda por um saber contra-hegemônico que concorra com o das Três Grandes. Dessa forma, é possível defender que a agência estatal chinesa Dagong representa um saber contra-hegemônico⁵⁶, e, paralelamente, podem existir outras agências

⁵⁶ Vimos, no Capítulo 2, que o *chairman* da Dagong faz duras críticas às concepções epistêmicas das Três Grandes, e suas classificações mostram maiores divergências em relação às Três Grandes do que elas entre si. O Brasil, por exemplo, é avaliado na Dagong como “BB+” (uma nota levemente superior a que tem nas Três Grandes). Ainda, a agência expurga os fundamentos do teto soberano. Por outro lado, nota-se que a agência

com saberes dissonantes ao dominante. Entretanto, nenhuma dessas agências constitui uma grande autoridade epistêmica: ou seja, não existe uma grande autoridade epistêmica contra-hegemônica, o que escancara a dificuldade de se competir com um oligopólio sedimentado. A Dagong, mesmo sendo subsidiada pelo segundo maior PIB do mundo, tem uma cota modestíssima no mercado e é vista com desconfiança, por ser vinculada, unicamente, ao governo chinês. Alguma outra agência, pública ou privada, que seja dotada de um saber contra-hegemônico mais favorável aos países do Sul também não é conhecida e, se existir, não possui um impacto comparável ao das Três Grandes no mercado financeiro. Afinal, excluindo os estudiosos do tema, poucos são os que conhecem alguma agência que não seja uma das Três.

A premissa da continuidade do modelo remuneratório “emissor paga” significa que os emissores continuarão a procurar as melhores vitrines, em detrimento das informações tecnicamente melhores, o que favorece a procura pelas avaliações das Três Grandes. Ainda, para os emissores do Norte que recebem ótimas notas, não faz qualquer sentido escolher outras agências, se as maiores e melhores vitrines ainda os colocam como os produtos de menores riscos das estantes.

Além do mais, o mercado de *ratings* possui características que dificultam a competição, como a economia de escala e a necessidade de tempo para afirmação da marca (WHITE, 2010b, p. 217) (WHITE, 2013, p. 114-115).

Of course, the credit rating industry was never going to be a commodity business with hundreds of small-scale producers. The market for bond information is one where potential barriers to entry like economies of scale, the advantages of experience, and brand name reputation are important features (WHITE, 2010b, p. 217).

Destaca-se também o comportamento agressivo das agências no mercado, que ajudou a minar o estabelecimento de concorrência. White (2010b, p. 217) leciona que, após a atribuição do selo NRSROs às Três Grandes, a SEC estendeu tal qualidade a mais quatro agências até o ano de 2000, mas “mergers among the entrants and with Fitch caused the number of NRSROs to return to the original three by year-end 2000”. A S&P também exibiu um comportamento favorável à concentração ao adquirir agências como a francesa “Agence d’Evaluation Financière” e a maior agência indiana, a “CRISIL” (KERWER, 2001, p. 18) (STANDARD & POOR’S, 2018a).

utiliza uma escala semelhante às das Três Grandes, o que, na visão do mercado financeiro, coloca o Brasil também como “grau especulativo”.

Nessa toada, aufere-se que há enorme dificuldade para que uma agência privada consiga competir com as Três Grandes e tornar-se uma autoridade epistêmica tão relevante quanto estas, pois os consumidores (emissores) tendem a continuar a procurar as melhores vitrines, e isso dificulta a consubstanciação de outro grande sistema de comparabilidade de risco de crédito. Já em relação às agências do modelo investidor paga, trabalhos como o de Cornaggia e Cornaggia (2013) e o de Beaver, Shakespeare e Soliman (2006) apontam que seus *ratings* são mais informativos que os *ratings* das que utilizam o emissor paga. Mesmo assim, suas cotas no mercado são ínfimas comparadas às das Três Grandes, o que evidencia que a melhor qualidade das avaliações não é elemento suficiente para o sucesso das agências nesse mercado – nenhuma agência “investidor paga” consiste num grande sistema de comparabilidade de risco de crédito comparável às Três Grandes. A principal qualidade que uma agência deve ter no mercado de *ratings*, para obter sucesso, parece mesmo ser a de grande/ótima vitrine, pois os emissores são os grandes impulsionadores dos negócios.

Por outro lado, mesmo se uma agência, com sucesso, conseguisse a improvável capacidade de competir com as Três, o que garantiria que ela atenderia as demandas dos países subdesenvolvidos ou, mais especificamente, do Brasil?

A Dagong, por exemplo, embora expurgue a justificabilidade do teto soberano, é também dura com a situação do Brasil ao classificá-lo com uma nota “grau especulativo”. Além do mais, o interesse por saberes contra-hegemônicos não se esgota nesses dois aspectos (*rating* e teto soberano): há uma gama de questões existentes (e poderão surgir outras no futuro) que interessa aos países do Sul e, especificamente, ao Brasil, como o tratamento de produtos estruturados (qual o papel de uma agência contra-hegemônica na avaliação de ativos do topo do pirâmide que existem sobre a base real?⁵⁷), o que dificulta substancialmente que uma agência supra todos os anseios do Estado brasileiro. Isso significa que, para uma agência subalterna representar os interesses do Brasil, deve ter seu saber submetido, em algum grau, ao seu controle.

3.5 Em defesa da soberania: (im)possibilidades de uma alternativa institucional contra-hegemônica a partir do Brasil

3.5.1 Um saber contra-hegemônico: o(s) Estado(s) a explorar(em) a pluralidade interna da ciência

⁵⁷ Cf. ítem “1.5.2 O (neo)liberalismo e a financeirização econômica” nesta dissertação.

Considera-se, então, que, mesmo existindo uma demanda de Estados e corporações por saberes contra-hegemônicos, não há garantia alguma para crer que o mercado fornecerá tal alternativa – isto é, uma agência com saber mais favorável aos países do Sul e, mais especificamente, que represente os interesses do Brasil e seja uma autoridade epistêmica grande ao ponto de rivalizar com o impacto das Três Grandes no mercado financeiro. Isso, somado à continuidade da “autoridade epistêmica” das Três Grandes e à impossibilidade de qualquer controle do Estado brasileiro sobre seus saberes, lembrando da premissa adotada de que uma agência global de *rating* que monopolize a atividade é inviável⁵⁸, possibilita-nos concluir que a única maneira de se fomentar uma autoridade epistêmica contra-hegemônica é por meio de uma instituição composta por governos interessados.

Enfatiza-se que não há qualquer consenso científico sobre como se medir risco de crédito e avaliar *creditworthiness*, apesar dos saberes das Três Grandes apresentarem profundas semelhanças (as semelhanças fundamentais do oligopólio geram um monopólio do saber) e mesmo categorias fundamentalistas, como se representassem um paradigma científico. Como já explicado, a força de paradigma que as agências possuem é fruto de um arranjo político-econômico, e não de qualquer reconhecimento amplo pela comunidade global.

A concepção de risco das Três Grandes pode (e deve) ser confrontada por outros saberes. O Brasil, situado no Sul, poderia fomentar saberes contra-hegemônicos não tão severos aos países subdesenvolvidos, ou seja, saberes que não tratassem uma enorme parte dos países como “grau especulativo”, mesmo havendo menos de um *default* soberano por ano, ou que não estabelecesse uma relação intrínseca e permanente entre o risco do soberano e o risco de seus emissores em moeda estrangeira. Há, então, um vasto campo da pluralidade científica para se explorar, e um amplo rol de decisões necessitaria ser tomado: a concepção de risco de crédito soberano poderia ou não ser pautada na capacidade e na disposição (utilizadas simultaneamente ou não) do emissor; novas categorias poderiam ser criadas, algumas abandonadas e outras reformadas, por serem político-ideológicas e não necessárias, como é o caso do histórico de *default* (elemento pretério utilizado para cálculos futuros); uma

⁵⁸ A inviabilidade de uma agência dessa forma é justificada por três argumentos: há interesses dos países desenvolvidos em continuarem com o sistema atual baseado no mercado, tendo em conta que este os beneficia; haveria enormes dificuldades técnicas para se construir os arranjos políticos e normativos necessários para a edificação da agência; e pensa-se que seja extremamente difícil (para não dizer impossível) que uma agência desse molde atenda à demanda de cada emissor/investidor que quisesse divulgar/obter informações sobre risco de crédito – acredita-se, aqui, que o mercado tem maior capacidade de processar essas informações, e, conseqüentemente, de atender a essas demandas.

nova taxonomia poderia ser adotada, mantendo ou não a divisão entre “grau de investimento” e “grau especulativo”; a relação entre uma emissão em moeda estrangeira, de um agente situado em determinado país, e o risco de crédito desse país, poderia ou não ser concebida como intrínseca e permanente (novas formas de relacionamento deveriam ser estudadas). Essas questões seriam decididas de acordo com o interesse do(s) país(es) envolvido(s), que buscam uma alternativa mais benéfica (menos prejudicial) em relação ao saber das Três Grandes. Isso não significa que o desejo dos envolvidos deve se sobrepor ao rigor científico, mas que há enorme espaço para saberes contra-hegemônicos na ausência de qualquer consenso sobre como se quantificar risco de crédito.

3.5.2 Rating de crédito e outras medidas (subalternas ou não) na globalização financeira

Uma agência de *rating* subalterna consiste numa luta contra-hegemônica a partir de uma instituição da hegemônica Modernidade Ocidental – o Estado –, dentro da globalização (neo)liberal (embora existam outros aspectos fundamentais da ordem atual que precisam ser questionados e reformados) e da epistemologia hegemônica (a científica). Em outras palavras, não se trata, por si só, de uma “crítica radical” descolonial (GROSFOGUEL, 2010, p. 462) que visa por a baixo a globalização financeira (neo)liberal ou o sistema capitalista, mas de explorar a “pluralidade interna da ciência” moderna como uma das medidas necessárias para tornar as relações globais mais justas, reconhecendo-se que a ciência “não foi, nos dois últimos séculos, nem um mal incondicional nem um bem incondicional”, e pode ser utilizada “por grupos sociais subalternos e oprimidos para legitimar as suas causas e fortalecer as suas lutas” em busca de uma globalização mais palatável (MENESES; SANTOS, 2010, p. 17, 19). A agência de *rating* fomentada pelo Brasil seria uma resposta normativa a uma demanda por saberes subalternos de risco de crédito, que favoreceriam o país na captação de recursos da globalização, haja vista que “a luta pela justiça social global deve [...] ser uma luta pela justiça cognitiva global” (SANTOS, 2010, p. 40).

Santos (2005, p. 25, 32) analisa, a partir da sua observação do Fórum Social Mundial (FSM), a pluralidade de lutas e estratégias contra a “globalização hegemônica neoliberal”, que conta com grupos que vão dos reformistas aos anarquistas. Nesta senda, é legítima e apropriada a compreensão do Estado como “relação social” que, enquanto tal, é “intrinsecamente contraditório, podendo ser utilizado como aliado em algumas lutas contra a opressão”. Dessa forma, o Estado, que às vezes é percebido como inimigo e instrumento para manutenção do *status quo*, pode ser visto como “aliado precioso na luta contra as imposições

transnacionais”, mesmo tendo sua soberania e seus fins restringidos na globalização financeira.

Uma agência contra-hegemônica significaria, então, uma resposta jurídica que representasse os interesses do Brasil, sendo, portanto, legítima perante este: desse modo, haveria a introdução de alguma legitimidade no controle de risco de crédito do mercado financeiro, mas não a legitimização de todo o controle, tendo em vista que as agências de *rating* continuariam a ser ilegítimas⁵⁹, uma vez que, além de severas com países subdesenvolvidos, não se submetem a qualquer gerência destes.

Como defende Unger (2004, p. 159-165), pequenas iniciativas, somadas, podem ensejar grandes mudanças, em contraposição à ideia de que mudanças substanciais poderiam ocorrer somente com uma transformação total e irrealista da ordem vigente: nesse diapasão, o autor argumenta que “a verdadeira alternativa é a construção de ideais programáticos realistas, ou seja, que possam ser realizadas, pois as propostas que passam das realidades existentes para fantasias utópicas ‘não imaginam seriamente a transformação da realidade’” (GASPARDO, 2018, p. 78).

Deve-se, então, superar os fetichismos institucional e estrutural⁶⁰, e reconhecer que institutos que regem a vida moderna, como o Estado e o mercado, são ambíguos, não possuindo apenas uma única configuração imanente (UNGER, 2004, p. 159-165) (TEIXEIRA, 2010, p. 45-50). O direito à propriedade, por exemplo, embora seja consagrado no mundo capitalista, não se mostra absoluto nos diferentes ordenamentos, pois comporta distintas exceções nos países – e isto o torna ambíguo. Nesse sentido, seria possível, então, “mapear” alternativas⁶¹, que têm, quando combinadas, o potencial de reconfigurar pilares da sociedade, como a democracia ou o mercado, sem, no entanto, dissolver a sociedade de mercado ou o sistema capitalista (UNGER, 1986, p. 22) (UNGER, 2004, p. 159-165)

⁵⁹ Por mais que o Brasil tenha contratos para que as Três Grandes avaliem seus papéis, pondera-se, mais uma vez, que pior ainda do que a submissão ao saber prejudicial seria a não divulgação de suas *creditworthiness* nas maiores vitrines, pois esta falta de transparência dificultaria o acesso do país ao mercado financeiro global (CANUTO; SANTOS, 2003, p. 8, 11). A ilegitimidade das agências se refere ao fato de que só existem as Três Grandes vitrines no mercado, um oligopólio consolidado pelo protecionismo descarado que vigorou por 30 anos.

⁶⁰ Como visto, “o fetichismo institucional é a identificação de concepções institucionais abstratas, como a economia de mercado ou a democracia representativa, com um repertório específico de estruturas contingentes. O fetichismo estrutural é sua contrapartida de ordem superior: a incapacidade para reconhecer que as ordens institucionais e imaginativas da vida em sociedade diferem tanto em rigidez ou arraigamento como em conteúdo: quer dizer, com relação à liberdade de ação e entendimento para desafiar e transformar estruturas que elas constroem” (UNGER, 2004, p. 159).

⁶¹ Esse mapeamento deve ser crítico. Unger (2004, p. 160-165) explica que “mapeamento” e “crítica” são dois momentos do mesmo processo, ligados, portanto, interna e dialeticamente. O “mapeamento é a exploração da estrutura institucional detalhada da sociedade, tal como definida juridicamente”. Já a “crítica” visa examinar a interação entre estrutura institucional e realidade, analisando suas realizações e frustrações. “O mapeamento fornece materiais para a crítica, e a crítica estabelece a perspectiva e a agenda para o mapeamento”.

(TEIXEIRA, 2010, p. 45-60): ou seja, reformas associadas podem transformar consideravelmente a ordem econômica atual. No campo do “experimentalismo”, uma instituição subalterna que alargue a noção de risco de crédito, restrita ao monopólio do saber das Três Grandes, merece ser testada, ainda mais porque, apesar das críticas à dependência dos países ao volátil mercado financeiro internacional, caracterizado por fluxos especulativos que circulam pelos países em busca de lucros, os Estados, mesmo os “desenvolvidos”, utilizam esse mercado como importante fonte de financiamento (PLIHON, 1998, p. 108-109), sendo inimaginável seus fechamentos a tais recursos.

Consequentemente, a importância de alternativas às Três Grandes é exaltada nos quatro cantos do planeta. O ex-primeiro-ministro da França, Dominique de Villepin, argumenta ser necessária a reforma das metodologias e ferramentas das agências dominantes, uma vez que “the devastating crisis of 2007-2008 had showed that the credit rating method applied by Western organizations was not only imperfect, but potentially dangerous” (JIANZHONG, 2015, p. 1). Da mesma forma, o ex-presidente do Brasil, Lula, e outros integrantes da cúpula do Partido dos Trabalhadores (PT), minimizaram o rebaixamento da nota de crédito do Brasil, em 2015, por uma das Três Grandes, afirmando que a ação de *rating* não se baseava na situação econômica do país (VEJA, 2015). Na mesma linha, a ideia de se criar uma agência de *rating* dos BRICS é baseada na suspeição, que autoridades dos países desse bloco têm, em relação às Três Grandes. Na Índia, a visão é de que uma agência dos BRICS traria uma “imensa contribuição” ao conhecimento existente sobre risco de crédito; Sergey Katyrin, presidente da “Chamber of Commerce and Industry of the Russian Federation”, aponta que há um entendimento de que as agências existentes avaliam tendenciosamente os países dos BRICS, assim como suas corporações, financeiras ou não. O embaixador brasileiro na Rússia, Antonio José Vallim Guerreiro, desconfia dos métodos universais das agências, que são válidos para todas as economias. Para ele, parece haver uma necessidade de se buscar “alternative indicators and broad approaches to assess the health of economies” (BRICS, 2018).

Uma agência de *rating* contra-hegemônica, entretanto, necessita estar ao lado de outras iniciativas para que possa redesenhar, de alguma forma, a ordem econômica atual. Os anseios para uma reestruturação profunda da economia capitalista foram notórios em um encontro do Conselho Europeu em Bruxelas, em 2008, ainda sob os calafrios da crise. Nessa ocasião, o então primeiro-ministro britânico, Gordon Brown, clamou por uma “reconstrução da arquitetura financeira internacional”, em um momento que pedia “exatamente a mesma visão que mostramos nos anos 40, quando criamos o FMI, o Banco Mundial e a ONU”. Uma

das medidas sugeridas pelo político foi a supervisão das 30 principais instituições financeiras multinacionais por colégios internacionais, “em vez da supervisão individual realizada hoje por reguladores nacionais”. O então primeiro ministro francês, François Fillon, ponderou que a crise demonstrou que “as agências de classificação não funcionam como deveriam e que o FMI não pôde jogar o papel forte que esperávamos” e que “seria irresponsável não pensarmos em uma conferência mundial para enfrentar todos esses problemas”. Já o então presidente francês em vigor, Nicolas Sarkozy, defendeu uma “nova forma de capitalismo, baseada em valores que coloquem as finanças a serviço das empresas e dos cidadãos, não ao contrário” (BIZZOTTO, 2008).

Como se nota neste trabalho, uma das facetas mais criticadas da ordem econômica atual é o papel desempenhado pelas finanças, que deixaram de ocupar uma “posição subordinada”, de “esteio”, para parasitarem todo o sistema capitalista – “a força de trabalho e o ciclo produtivo estão, cada vez mais, em movimento para satisfazer às exigências do capital portador de juros” (SERFATI, 1998, p. 170). Dessa forma, as finanças, que são necessárias para o desenvolvimento da economia real, por apresentarem muito mais liquidez que o capital industrial, acabam por desviar recursos dos setores produtivos, prejudicando seu desenvolvimento, o que, em última análise, deteriora até mesmo a criação de empregos (CHANG, 2013, p. 187-188). Como visto, as agências de *rating* dominantes favoreceram tal processo ao ajudarem a estruturar, e a divulgar, diversos produtos financeiros complexos, de “derivação” cada vez maior em relação à mesma base real, favorecendo a aquisição desses por diferentes “investidores”, ainda mais porque vários papéis, que mais tarde se revelaram podres, eram reportados como mais seguros do que títulos públicos de países e corporações que nunca tinham descumprido suas obrigações com credores.

Com o objetivo de “jogar areia nas engrenagens da especulação internacional”, diminuindo, de alguma forma, a expansão desenfreada das finanças,

Dornbusch e Tobin (1978 e 1995) propuseram impor uma taxa uniforme e universal sobre as transações de câmbio. Seria suficiente uma pequena taxa para desencorajar as transações especulativas a curto prazo: uma taxa de 0,5% sobre as arbitragens internacionais, que se traduzem por um vai e vem entre duas moedas, introduziria um sobrecusto de 4% em ritmo anual para as operações de três meses, de 12% para as operações de um mês... Essa taxa pesaria pouco sobre o setor produtivo e, em contrapartida, seria de natureza a desencorajar a maioria dos movimentos especulativos (PLIHON, 1998, p. 133).

De Brunhoff (1998, p. 58) explica que a tributação moderada, preconizada por Tobin, de “todas as operações cambiais a curto prazo, de modo a desencorajar aquelas que só tenham

por objetivo a obtenção de ganhos cambiais”, necessitaria de um “acordo entre todos os países, para evitar que entrem em concorrência através de isenções fiscais”. A autora ainda ressalta que isso fez a proposta de Tobin ser taxada como utópica, pois esta “não seria aceita nem pelos financistas visados, nem pelos Estados querendo atrair capitais”. Entretanto, De Brunhoff alega que tal proposta é realista, “no sentido de que implica modificar a correlação de forças, hoje excessivamente favorável aos financistas da nova ‘internacional dourada’”, rompendo com “o mito dos benefícios de uma ‘globalização financeira’ sem limites institucionais”. Para ela,

Toda reforma baseada em acordos que visem a limitar a instabilidade monetária internacional, tributando a especulação, atinge os interesses dos que lucram com essa instabilidade, mas pode obter o respaldo dos que são lesados pelos excessos do setor financeiro. Sem modificar a correlação de forças, nenhuma proposta de novas relações monetárias internacionais terá a menor possibilidade de êxito (DE BRUNHOFF, 1998, p. 59-59).

Além da “taxa Tobin”, Chang (2013, p. 189) expõe outras medidas que poderiam ajudar a reconfigurar a globalização financeira:

Entre outros métodos estão dificultar as tomadas de controles hostis (reduzindo desse modo os ganhos do investimento especulativo em ações), proibir a venda a descoberto (a prática de vender ações que ainda não possuímos hoje), aumentar a margem de exigências (ou seja, a proporção do dinheiro que precisa ser pago adiantado na compra de ações) ou colocar restrições nas movimentações de capital entre os países, especialmente no caso dos países em desenvolvimento.

Wolf (2019) enuncia que a regulamentação financeira é “pró-cíclica” – “costuma ser relaxada quando deveria ser apertada, e apertada quando deveria ser relaxada” – e elenca quatro razões explicativas para esse descompasso entre as atividades financeiras do mercado e as regulamentações. A primeira, de ordem econômica, se baseia na evolução do sistema financeiro ao longo dos anos.

A tendência é de que o risco migre das partes mais regulamentadas do sistema para as partes menos regulamentadas. Mesmo que as autoridades regulatórias tenham o poder e a vontade política necessários a acompanhar essas mudanças, as inovações financeiras que em tantos casos acompanham esse processo dificultam a tarefa. O sistema financeiro mundial é complexo e adaptável. E é dirigido por pessoas altamente motivadas. Para as autoridades regulatórias, é difícil acompanhar a evolução do que hoje chamamos de “sistema bancário paralelo” (WOLF, 2019).

A segunda razão repousa no campo ideológico, pois, à medida que se fortalece a crença nas virtudes do livre mercado, diminuem as chances de êxito de iniciativas que visam

regulamentar a ordem financeira. O terceiro motivo tem caráter político, e é caracterizado pela enorme influência que o setor financeiro possui sobre as autoridades reguladoras, a qual é capaz de fazer os interesses daquele se sobreporem ao interesse público, como ocorre nos EUA (WOLF, 2019). Wolf (2019) ressalva que, em períodos de crise, a população “enraivecida” deseja punir as instituições financeiras envolvidas, mas, em tempos de normalidade, as pessoas prestam pouca atenção no assunto. Por último, a razão humana diz respeito “à tendência humana a descartar como irrelevantes os acontecimentos do passado distante, de acreditar que ‘desta vez será diferente’ e ignorar o que deveria ser claro”. Sob essa ótica, “quanto maior o desastre, mais tempo a regulamentação rigorosa tende a durar”.

As ideias de Wolf (2019) ajudam a entender o porquê de todo rebuliço gerado com a crise de 2008 ter resultado apenas em medidas incrementais e parciais em vez de uma reforma substancial. Nas palavras de Held e Young (2013, p. 180), “post-crisis reforms missed a historic opportunity to reframe global financial governance institutions”. Nesse ponto, concorda-se com Unger (2004, p. 23-33), que se contrapõe à noção de “oportunidade histórica” para se conceberem reformas fundamentais. Para o autor, a “temperatura da política” deve ser elevada para que soluções sejam pensadas e testadas constantemente, criando um solo fértil para o “mapeamento” de alternativas (TEIXEIRA, 2010, p. 55-59).

O caminho para se reformar a ordem econômica mundial, fazendo a liberalização financeira “andar junto com uma regulamentação preventiva rigorosa” (PLIHON, 1998, p. 134), garantindo maior estabilidade aos fluxos, ao mesmo tempo em que se propiciem melhores condições para países subdesenvolvidos se desenvolverem, é repleto de desafios e impossível de ser percorrido por um país, como o Brasil, isoladamente. Dessa maneira, diversas arenas podem/devem ser estratégicas, e iniciativas, subalternas ou não, devem ser analisadas constantemente nos planos global, intergovernamental, regional e nacional, considerando que, entre outros fatores, a soberania brasileira sofre poderosas restrições internas e externas que minam a capacidade do país de se desenvolver.

Algumas medidas devem ser tratadas em âmbito global, como é o caso das que visam redefinir o papel das finanças no mundo capitalista, para que estas voltem a ser “esteio” do capital produtivo, e que, ao mesmo tempo, objetivam reduzir a instabilidade dos fluxos financeiros. Essas medidas, entretanto, esbarram nos obstáculos elencados por Wolf (2019) acima, na dificuldade inerente de se construírem consensos globais sobre temas complexos, e na capacidade dos países poderosos imporem suas vontades sem qualquer participação dos subdesenvolvidos. Como ressalva Dahl (1999, p. 26), quanto mais partes envolvidas, maior o rol de interesses e valores distintos, o que torna mais difícil a construção de arranjos globais.

Ou seja, se os Estados enfrentam, no plano interno, grandes obstáculos para porem o setor financeiro nos trilhos do interesse nacional, no plano internacional tal desafio é exponencialmente maior. Por outro lado, além desses obstáculos, a realidade mostra que os países poderosos não estão preocupados com a participação dos países subdesenvolvidos na coordenação global da economia capitalista, pois endereçam algumas questões fundamentais da contemporaneidade a arenas das quais a maioria dos países está excluída, seja por não existir igualdade de poder na tomada de decisões, seja por simplesmente não integrarem determinada organização.

Além do mais, outro aspecto da governança econômica deve ser observado na elaboração de um novo arcabouço legal: a fragmentação institucional, que faz com que algumas competências, sobre um mesmo assunto, se sobreponham umas às outras, gerando bagunça e comprometendo a eficácia dos mecanismos estabelecidos (HELD, 2014, p. 299), pois ao lado dos organismos de Bretton Woods, que foi um momento criativo excepcional, houve o aparecimento desordenado de várias instituições *ad hoc*, “arising as informal policy communities reacting to particular collective problems” (HELD; YOUNG, 2013). Tal quadro contribui para a inefetividade da governança econômica, e proporciona situações bisonhas: como breve exemplo, menciona-se que uma disputa comercial entre Brasil e Argentina, levada à OMC e ao MERCOSUL ao mesmo tempo, resultou em duas decisões divergentes destes órgãos, gerando dúvida sobre qual deveria ser cumprida.

Ao lado das medidas globais, associações do Brasil com outros Estados do Sul devem ser estudadas e/ou aprofundadas, seja em âmbito regional ou não. Na economia capitalista colonial, competitiva e de recursos limitados, alguns anseios brasileiros são simplesmente antagônicos aos de classes poderosas dos países desenvolvidos. Nesse sentido, cooperações entre Estados com interesses próximos podem trazer importantes vantagens a nações subdesenvolvidas. Desse modo, algumas estratégias em comunhão com outros países subdesenvolvidos do Sul mostram-se atraentes, como a construção de respostas subalternas.

O Brasil já faz parte de instituições como o Mercado Comum do Sul (MERCOSUL), um órgão regional, e os BRICS, um órgão intergovernamental de países do Sul global (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), que são organismos multilaterais os quais visam a cooperação entre países periféricos que têm aspirações em comum, sendo que tal caminho viabilizou ótimos frutos. Na esfera regional, o MERCOSUL propiciou um robusto aumento do comércio do Brasil com seus vizinhos. Como explica Ruiz (2013, p. 196), há uma “fragmentação da integração econômica na América Latina em três Grandes eixos: um eixo de regionalismo aberto; um eixo revisionista e um eixo antissistêmico”. Dessa forma, os

benefícios de cada um desses eixos devem ser estudados, sendo que a rota “antissistêmica” perde força com a grave crise venezuelana e com as derrotas eleitorais da esquerda na região. Um regionalismo que favoreça uma inserção mais competitiva dos países na economia global e/ou uma integração produtiva, entretanto, continuam a parecer atraentes.

Paralelamente, no ventre do intergovernamental BRICS, foi gestado um novo fundo internacional que ambiciona ser uma alternativa ao Banco Mundial e ao FMI: o Novo Banco de Desenvolvimento dos BRICS (NDB). O NDB “seria um meio de romper com as dificuldades de desenvolvimento da infraestrutura devido os poucos financiamentos de longo prazo de investimento externo direto” (MOREIRA JÚNIOR; CARI, 2014, p. 23), e escancara o caráter subalterno da instituição. Nesse sentido, em 2009, o então ministro das relações exteriores brasileiro, Celso Amorim, em cúpula do órgão realizada na Rússia, criticou o caráter aristocrático da governança econômica global⁶² e enfatizou que: “é totalmente realista e provável que os BRICs⁶³ desempenhem um papel crescente no cenário internacional” (UOL, 2009). Uma outra ideia intergovernamental, ventilada pelo ex-candidato à presidência da República, Ciro Gomes, que pode ser interessante para o Brasil, seria a criação de uma “OPEP dos alimentos”, que reuniria países como Brasil, Argentina, Uruguai, Paraguai, Austrália e Nova Zelândia (GOMES, 2018).

Há, ainda, algumas opções disponíveis ao Brasil para serem tomadas no plano interno, pois há medidas claras que deveriam ser implementadas quando se analisa o quadro político-institucional brasileiro em comparação com o dos países “desenvolvidos”, sendo que, em muitos casos, a disparidade da situação brasileira pode ser interpretada como submissão do Estado brasileiro (um bloqueio interno à soberania) a fortes interesses articulados (como é o caso da estrutura tributária brasileira, submissa ao capital rentista [e aos ricos, de uma maneira geral]); em outros casos, entretanto, o contraste brasileiro parece ter motivos como a própria situação de subdesenvolvimento e a incompetência dos Poderes. Para ilustrar o primeiro caso, menciona-se que o país possui uma carga tributária extremamente pesada para o setor produtivo, ao mesmo tempo em que destoa dos países desenvolvidos ao desobrigar os rentistas de pagarem imposto sobre lucros e dividendos⁶⁴. Da mesma forma, a estrutura

⁶² Nas palavras de Amorim: “Se o G7 quiser continuar tendo encontros fechados porque estão acostumados a se ver, porque são ricos ou porque tem semelhanças culturais, tudo bem por mim, mas isso não pode determinar o curso da economia mundial” (UOL, 2009).

⁶³ O termo “BRICs” foi utilizado porque, até então, a África do Sul, que corresponde ao “S” (de South Africa) da sigla, não fazia parte do bloco.

⁶⁴ O Brasil aboliu o Imposto sobre Lucros e Dividendos no ano de 1995, enquanto possui imposto de renda extremamente pesado para as pessoas jurídicas, com uma alíquota média de 34% (nos EUA, a alíquota é de 20%). Segundo pesquisa da Confederação Nacional dos Municípios, na OCDE, apenas Estônia e Eslováquia

tributária brasileira, ao sobretaxar o consumo e ao subtaxar renda e patrimônio, penaliza demasiadamente as camadas mais pobres, o que, além de gerar miséria (MORGAN, 2017), concentra renda de tal maneira que acaba atrapalhando o próprio desenvolvimento econômico, pois muitas pessoas ficam endividadas e/ou sem poder algum de consumo⁶⁵. Já para exemplificar o segundo caso, destacam-se os famosos gargalos na infraestrutura (transporte, comunicações, etc) e os exageros injustificáveis dos ditames burocráticos⁶⁶, que, se solucionados, ainda que parcialmente, podem melhorar, e muito, a competitividade da economia brasileira.

Deve o Brasil, também, observar as estratégias utilizadas por países que conseguiram impressionante desenvolvimento na segunda metade do século XX, como é o caso de Tigres Asiáticos. As autoridades têm que ponderar o papel que o Estado deve desempenhar, quais são os setores estratégicos que merecem tratamentos específicos, e a capacidade, da classe capitalista nacional, de desempenhar funções essenciais no processo de desenvolvimento.

Dentre as ideias supramencionadas, foca-se, a partir de agora, na investigação de existência de alternativas institucionais para a concretização de uma agência de *rating* contra-hegemônica, objetivo desta dissertação, considerando a “criatividade institucional” própria da Teoria do Estado, que visa traduzir as demandas políticas nas melhores organizações jurídicas possíveis (GASPARDO; TOJAL, 2018, p. 76).

3.5.3 Alternativa contra-hegemônica? (Im)possibilidades institucionais

Como a avaliação de risco de crédito se mostra um aspecto importante e problemático da globalização financeira, sobretudo para países subdesenvolvidos, analisar-se-á, doravante, a existência de alternativas institucionais para a concretização de uma agência de *rating* contra-hegemônica.

“não tributavam a distribuição de lucros e dividendos” em 2015, sendo que a média dessa tributação, nos países da organização, nesse mesmo ano, foi de 43,1% (G1, 2019).

⁶⁵ Até mesmo o FMI informou que há estudos que demonstram que a exclusão social “pode afetar a coesão social e prejudicar a sustentabilidade do próprio crescimento” (CARTA CAPITAL, 2017).

⁶⁶ Um exemplo de injustificável excesso de burocracia se encontra no âmbito tributário: Alvarenga (2017) expõe que, de acordo com o Banco Mundial, o Brasil é o país onde as empresas gastam mais tempo “calculando e pagando impostos”. Segundo o órgão, “apesar de ter conseguido reduzir em 80 horas no último ano o tempo gasto por ano com pagamento de impostos, o Brasil segue na lanterna. São 1.958 horas gastas por ano em média por ano com o cumprimento das obrigações tributárias. Na Bolívia, que ocupa o penúltimo lugar, são 1.025 horas por ano. Na Argentina, por exemplo, o tempo médio é de 311,5 horas/ano. Já no México o número cai para 240,5 horas/ano. A média nos países da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) (sic) é de 160,7 horas anuais. Ou seja, 8% do tempo gasto no Brasil”.

Ressalva-se, desde o início, que uma agência que funcionasse no modelo “emissor paga”, que é o mais rentável e parece ser o único capaz de suportar agências enormes, carregaria conflitos de interesses a uma instituição que, por ser vinculada a pelo menos um governo, já teria sua imparcialidade vista com desconfiança; assim, tal modelo seria danoso à iniciativa. Além do mais, diante das características supramencionadas do oligopolizado mercado de *ratings*, um modelo de agência que dependesse de pagamentos, de emissores ou de investidores, teria enorme dificuldade de se autossustentar até que se tornasse um grande sistema de comparabilidade que tivesse capacidade de atrair, massivamente, os agentes do mercado, ao mesmo tempo em que se consolidasse como grande autoridade epistêmica; ou, até mesmo, poderia jamais conseguir ser um grande sistema sem contar com a clientela do Norte – haveria grandes chances de não se obter lucro. Por isso, alguma forma de subsídio parece necessária para, pelo menos, alavancar a importância da agência. Ora, isso já exclui os agentes que buscariam na emissão de *ratings* uma atividade lucrativa; dessa forma, restariam os Estados.

Haveria, então, três possibilidades para o Estado brasileiro fomentar uma alternativa contra-hegemônica às Três Grandes: por meio de uma instituição nacional; por meio de uma instituição global; e por meio de uma instituição em comunhão com outros Estados do Sul. Pondera-se que uma instituição exclusivamente brasileira teria enormes dificuldades de ser vista como imparcial, por ser ligada a um único governo, o que despertaria a suspeita do mercado sobre a confiabilidade de seus *ratings*; por conseguinte, uma agência nacional não conseguiria impactar o mercado com suas informações ao ponto de consubstanciar uma autoridade epistêmica comparável às Três Grandes. Como observado, a estatal chinesa Dagong não consegue desempenhar esse papel mesmo a China sendo uma gigante da economia mundial; da mesma forma, lembra-se que o estudo de Li, Moore e Shin (2006) constatou que as agências japonesas exerciam menos influência nos ativos das firmas japonesas comercializados na Bolsa de Tóquio do que as Três Grandes. Fica claro, portanto, que rivalizar com o saber das Três Grandes é missão bastante árdua, o que desperta a necessidade de uma associação do Estado brasileiro com outros Estados.

Um segundo caminho seria uma agência internacional que abrangesse o maior número possível de países: uma instituição global. Todavia, este caminho possui poderosos obstáculos, dos quais destacam-se dois. Em primeiro lugar, haveria colossal dificuldade de um grande número de atores chegar a acordos sobre os métodos e categorias que seriam utilizados pelas agências, em consonância com a realidade, que demonstra que até temas como os evidentes perigos ambientais causados pela atividade humana não geram consensos; imagina-

se, então, o que seria da construção, por completo, de um saber que avaliasse risco de crédito de diferentes emissores, e que, de alguma forma, os relacionasse. Um singelo exemplo: alguns países advogariam a utilização do histórico de *default* na avaliação da disposição do soberano para arcar com suas obrigações, o que certamente desagradaria outros. Em segundo lugar, os países desenvolvidos do Norte (e seus emissores) são beneficiados pelo *status quo* em que as Três Grandes são as únicas grandes “autoridades epistêmicas”, reduzindo o interesse para que colaborassem na construção de uma agência contra-hegemônica que enfrentasse suas posições privilegiadas no campo do risco de crédito.

Já o terceiro caminho, que consiste na associação do Brasil com outros países do Sul, mostra-se viável, embora compreenda enormes desafios. Como supramencionado, o Brasil integra instituições como o MERCOSUL e os BRICS: o primeiro propiciou consideráveis ganhos para o Brasil em termos de comércio; o segundo apresenta metas ousadas que podem ajudar a reconfigurar a ordem capitalista atual. Entre as organizações existentes das quais o Brasil já faz parte, argumenta-se que uma agência no seio dos BRICS seria a melhor escolha por três motivos.

Primeiramente, o peso econômico dos BRICS é muito maior do que o das organizações da América Latina, como o MERCOSUL. China, Índia, Rússia e África do Sul são a 2^a, 7^a, 11^a e 34^a economias do mundo, respectivamente. No MERCOSUL, a segunda maior economia é a da Argentina (21^a posição) (STATISTICS TIMES, 2018). Como analisado no presente trabalho, as Três Grandes se destacam por serem as maiores “autoridades epistêmicas”, e os saberes das outras dezenas de agências existentes não conseguem, com elas, medir forças; nesse quadro, para formar uma grande agência que chame a atenção do mercado financeiro global, é necessário ter ao lado aliados poderosos, e uma agência forjada nos BRICS repercutiria muito mais do que uma constituída pelos países de uma organização regional latino-americana. Além do mais, diante da necessidade de subsídios, nada melhor do que ter aliados com grande potencial financeiro e boa saúde econômica para viabilizar um grande sistema de comparabilidade de risco de crédito.

Em segundo lugar, uma agência dos BRICS teria maior capacidade de se mostrar imparcial por causa da diversidade interna dos seus membros, já que uma agência (inter)governamental corre um risco inerente de ser vista como portadora dos interesses de seus idealizadores. Os países de um mesmo continente/subcontinente tendem a ser grandes aliados entre si, e, na América do Sul, os países já tem parcerias consolidadas com seus vizinhos, o que deixa claro um cenário em que eles se veem como um dos principais companheiros uns dos outros, e isto despertaria a suspeita de que uma agência do

MERCOSUL, por exemplo, seria uma instituição a representar exclusivamente suas expectativas, o que aumentaria a suspeita de parcialidade. Por outro lado, cada um dos Estados dos BRICS tem seus próprios aliados históricos, o que traz uma multiplicidade de países cujos interesses podem tentar influenciar o saber e as decisões de uma possível agência; esta multiplicidade divergente, então, pode acabar por se autocontrolar. De qualquer forma, convencer o mercado de sua imparcialidade consiste num dos maiores desafios de uma agência pública, que necessitaria ganhar a confiança do mercado por meio de avaliações precisas e condutas exemplares.

Por fim, uma agência de *rating* dos BRICS já é discutida pelo bloco há alguns anos, o que aumenta a expectativa de sua concretização. Segundo Valente (2016), a agência dos BRICS é defendida principalmente pela Índia, mas ainda não é um consenso do bloco, já que haveria uma resistência justamente do governo brasileiro. Ainda, há preocupação com a conquista da confiança do mercado, que poderia concebê-la como parcial, e com os custos do empreendimento, até porque a agência não funcionaria no modelo emissor paga (BENIWAL, 2016) (VALENTE, 2016). Por fim, ressalva-se que a chegada ao poder do presidente Jair Bolsonaro pode ameaçar projetos multilaterais, como seria uma agência nesses moldes, tendo em vista que o presidente e seu chanceler, Ernesto Araújo, advogam incessantemente a priorização de alianças bilaterais e alardeiam sobre as bravatas de uma ordem global que seria, nas palavras do último, dominada pelo “marxismo cultural”, que “governou por dentro de um sistema aparentemente liberal e democrático, construído por meio de corrupção, intimidação e controle de pensamento” (O GLOBO, 2018).

3.6 Considerações finais do capítulo

O domínio que as Três Grandes exercem no mercado foi solidificado pelo protecionismo oriundo do domínio econômico-político dos EUA. Paralelamente, as Três Grandes sempre atribuíram notas máximas aos EUA⁶⁷, enfatizando, no imaginário dos agentes do mercado, a ótima confiabilidade dos “Treasury Bonds”, e não limitando as notas alcançáveis por suas corporações e entes subsoberanos por meio do teto soberano. Assim, o domínio econômico-político estadunidense consolidou um domínio epistêmico que o reforça, enquanto os emissores do Norte, na modelo “emissor paga”, tendem a continuar a procurar os *ratings* das maiores vitrines (que, ainda, os beneficiam), que são as Três Grandes

⁶⁷ A exceção, como foi visto, é a Standard & Poor's, que rebaixou a nota do país para “AA+” em 2011.

(estimulando o domínio de seu saber), o que deixa intacta a estrutura oligopolista do mercado e torna cristalina a “matriz colonial do poder” que o sustenta, uma vez que há um enredamento entre domínio econômico-político e epistêmico do Norte sobre o Sul. A “matriz colonial do poder” significa, resumidamente, a persistência do domínio do Norte sobre o Sul em diversos campos da vida, e não só na economia, mesmo após o fim da dominação formal do colonialismo.

Na globalização financeira, os Estados tiveram sua soberania econômica drasticamente limitada em campos como o monetário, o cambial e o de juros, num cenário em que os reguladores simplesmente não conseguem acompanhar o ritmo frenético do mercado, ou que os Estados mais poderosos decidem determinadas questões sem a participação da grande maioria dos outros países. Da mesma forma, a instabilidade do capitalismo foi agravada pelas desregulamentações que favoreceram o crescimento e o livre movimento das finanças. Nessa senda, a “colonialidade” do mercado de *rating* limita, ainda mais, a soberania dos países e, sobretudo, dos subdesenvolvidos.

Há uma necessidade dos Estados de exporem suas *creditworthiness* nas agências de *rating* (CANUTO; SANTOS, 2003, p. 8, 11), o que os leva a contratar as Três Grandes, considerando que são as únicas grandes agências do mercado e, por isso, despertam maior atenção dos investidores. Dessa maneira, os países subdesenvolvidos se submetem a saberes que, muitas vezes, os classificam como “grau especulativo”, mesmo diante do baixo número de *defaults* soberanos registrados pelas agências. Os Estados, portanto, são *dependentes* das Três Grandes: essa submissão a esses poderosos atores internacionais, cujos saberes influenciam os preços dos diferentes ativos, fere a noção de soberania externa dos países, entendida como a *independência* dos países frente às forças estrangeiras. Ainda, tal saber, rigoroso com esses países, acaba por prejudicar seus demais emissores por meio do teto soberano. O mercado de *ratings*, então, ao mesmo tempo em que facilitou o financiamento estrangeiro em países e empresas privadas, num mercado financeiro de relações cada vez mais desintermediadas, não apresenta nenhuma grande alternativa (uma agência cujo impacto no mercado financeiro se compare ao das Três Grandes) cujo saber seja mais favorável aos países periféricos, restringindo, desse modo, o saber dominante a três atores do Norte, e deixando intocada a pluralidade interna da ciência na exploração do risco de crédito. Além do mais, as agências também ferem, inevitavelmente, a soberania dos países, ao se intrometerem em suas análises, em sua vida política, recomendando propostas e criticando medidas tomadas.

As mudanças normativas não alteram o cenário. Apesar de um processo, em curso, de remoção do uso obrigatório das agências, estas devem manter sua importância e “autoridade epistêmica” no sistema capitalista, tendo em vista que são essenciais na confecção de produtos estruturados e continuam a ser as melhores vitrines do mercado financeiro. Paralelamente, os investidores têm acesso gratuito a um grande número de informações, tornando estas ainda mais sedutoras. Por outro lado, mostra-se extremamente improvável que alguma outra agência consiga atingir a mesma expressão das Três Grandes, mesmo após o fim do protecionismo descarado das NRSROs, haja vista que os emissores tendem a procurar as maiores e melhores vitrines no modelo “emissor paga”, o que é ainda mais claro para os emissores do Norte, cujos ativos são considerados, por elas, os de menores riscos.

Além do mais, não há qualquer garantia de que uma agência que, mesmo diante de todos os desafios que as características idiossincráticas do mercado de *rating* impõem, consiga se equiparar às Três Grandes, incorpore os anseios do Brasil. Dessa forma, a única maneira que o Brasil teria de ver uma grande agência contra-hegemônica representar seus interesses seria por meio de uma instituição concebida em comunhão com outros países do Sul, tendo em vista que uma agência nacional não conseguiria engendrar grande repercussão nos preços dos ativos, e uma agência global é inviabilizada por, entre outros, dois motivos: a falta de interesse dos países do Norte, e a dificuldade de se construírem os consensos necessários para a criação do organismo. Dentre as organizações do Sul de que o Brasil faz parte, uma agência dos BRICS se mostra o melhor caminho, pelo peso econômico dos membros, pela maior pluralidade de interesses que circundam cada um dos países, o que pode garantir maior credibilidade à agência, e pela ideia de uma agência de *rating* dos BRICS já ser discutida no bloco.

Todavia, o percurso para a construção de uma agência contra-hegemônica, cujo saber possa rivalizar com o das Três Grandes, possui enormes desafios. A busca pela confiança do mercado exige condutas irrepreensíveis e avaliações precisas, enquanto que os *ratings* das Três Grandes continuarão influenciando os investidores. Por outro lado, a vontade política dos países deve ser capaz de superar eventuais divergências, enquanto que os rumos da política externa brasileira, no governo Jair Bolsonaro, ainda não estão claros, mas já geram preocupações sobre a importância atribuída ao multilateralismo no mundo atual.

Por fim, ressalva-se que uma agência de *rating* contra-hegemônica é apenas uma das reformas necessárias na economia capitalista, pois há outras diversas questões fundamentais que precisam ser tratadas. Dessa maneira, a ideia de “jogar areia” nas engrenagens do sistema financeiro, com o intuito de reprogramar as finanças para servir à esfera produtiva e diminuir

a rentabilidade dos ganhos especulativos de curto prazo, continua sendo essencial. Da mesma forma, uma maior supervisão global das grandes instituições financeiras e da alavancagem destas é necessária. Somente uma série de experimentos, criativos e arrojados, poderão reestruturar a economia capitalista e a sociedade de mercado, tornando os fluxos financeiros mais estáveis. O papel que cabe ao Estado brasileiro, nessa ordem, é o de lutar para que as medidas cabíveis sejam concretizadas nas esferas adequadas: global, nacional ou Sul-Sul (intergovernamental), tendo em vista que a via reformista é a única palpável, já que a ruptura com a ordem vigente se mostra intangível nos tempos atuais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A globalização financeira (neo)liberal traz novos desafios aos Estados, o que demanda novas estratégias e respostas normativas. A governança global econômica atual foi afrouxada em prol das liberdades de mercado, criando um ambiente em que os Estados não são capazes de acompanhar o ritmo alucinante dos agentes financeiros, cujos capitais circulam facilmente pelo globo. Além do mais, tal governança é ilegítima e ineficaz. Ilegítima porque boa parte das regras que moldam a ordem econômica atual foi forjada pelos países mais poderosos, em arenas em que os países subdesenvolvidos têm pouca ou nenhuma voz. Ineficaz porque, apesar da liberalização (ou seja, o favorecimento do mercado em detrimento do controle estatal) ser uma opção, vislumbram-se normas que tentam propiciar algum controle ao mundo financeiro, mas que são ineficazes por não estarem atreladas a uma aplicação global, ou, então, por concorrerem com outras normas, numa sobreposição de competências. Esse terreno permitiu que o dólar se tornasse a principal moeda de reserva internacional (na ausência de uma moeda internacional), e que a política de juros dos EUA estrangulasse a de outros países – ou seja, Estados são afetados por decisões unilaterais dos países, de organizações internacionais controladas pelos países mais poderosos e de agentes do mercado. Dessa forma, os Estados têm suas soberanias monetária, cambial e de política de juros limitadas, e dependem de fluxos financeiros especulativos que objetivam, unicamente, lucros de curto prazo para se financiarem, o que os torna vulneráveis a esse capital “impaciente”. A ordem contemporânea, então, é caracterizada pela evolução das finanças, que passaram de “esteio” do capital produtivo para seus parasitas, se apropriando de recursos que poderiam ser destinados às empresas e à criação de empregos.

Nesse quadro, os países subdesenvolvidos sofrem ainda mais, por possuírem uma situação econômica mais frágil e, conseqüentemente, menor capacidade de financiarem seu desenvolvimento socioeconômico. Por conseguinte, para enfrentar tal quadro são necessárias medidas em diversas esferas, visando providenciar mais estabilidade e justiça na ordem capitalista, embora o capitalismo seja inerentemente vulnerável a instabilidades e injustiças. O caminho de reforma, entretanto, se justifica na medida que não há, no horizonte, uma alternativa viável que possa substituir a ordem vigente (GASPARDO, 2018, p. 78) (UNGER, 1986, p. 22) (UNGER, 2004, p. 159-165). Todavia, há enormes obstáculos a uma reconfiguração da ordem atual, pois há interesses econômicos de classes poderosíssimas, além de questões humanas, ideológicas e políticas que a dificultam (WOLF, 2019). Além do mais, é necessário que algumas questões fundamentais sejam endereçadas globalmente para terem

eficácia, como é o caso de uma realocação das finanças a serviço do capital produtivo. Tal necessidade torna os obstáculos ainda maiores, pois aumenta, ainda mais, a pluralidade dos interesses em jogo (DAHL, 1999, p. 26).

Ao lado de respostas que devem ser globais, como a Taxa Tobin e o combate aos paraísos fiscais, alguns assuntos necessitam ser tratados em âmbito intergovernamental, tendo em vista que alguns interesses dos países subdesenvolvidos se contrapõem aos de classes poderosas dos desenvolvidos, e o caminho intergovernamental, regional ou não, pode restringir determinado tema a partes que tenham interesses em comum, ao mesmo tempo em que garante maior corpulência em comparação a iniciativas tratadas por determinado país isoladamente: a “colonialidade do poder” exige respostas subalternas. Por fim, o Brasil, cuja soberania é limitada drasticamente por fatores internos, como o clientelismo e o patrimonialismo, tem políticas que podem ser adotadas em âmbito nacional, em nome do interesse público, e que possuem capacidade de gerar considerável ganho social e econômico, como uma reforma tributária progressiva e em prol dos setores que geram riqueza e empregos.

Nesse cenário de instabilidade e injustiça, umas das medidas necessárias ao Brasil é a criação de uma agência de classificação de risco de crédito contra-hegemônica, tendo em vista que tal atividade, hoje em dia, é realizada, predominantemente, pelo mercado privado – e este é caracterizado pelo domínio de um oligopólio forjado pelas relações coloniais de poder (um enredamento entre domínio econômico e epistêmico) –, e que os Estados, incluindo os desenvolvidos, buscam atrair “investidores” de todo o globo, mesmo que estes estejam exclusivamente preocupados em colher lucros no menor tempo possível.

As agências de avaliação de risco de crédito surgiram no século XIX para responder a uma demanda dos investidores por informações, qualificadas e independentes, sobre a real condição de emissores de papéis creditícios, que buscavam no mercado financeiro uma forma criativa e eficiente de captar recursos. O mercado de *rating*, entretanto, sofreu uma transmutação, quando as agências, especialmente as Três Grandes (Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch), começaram a adotar o modelo remuneratório “emissor paga”. Na nova configuração do mercado, os principais consumidores passaram a ser os emissores que pagam para que seus ativos sejam expostos nas agências, caracterizando-as como vitrines. Nesse diapasão, trabalhos empíricos demonstram que, mesmo as agências que continuam a funcionar no “investidor paga” apresentando *ratings* “mais informativos”, não conseguem ameaçar o domínio consolidado do oligopólio, evidenciando que os emissores buscam as melhores vitrines possíveis (ou seja, uma ótima publicidade) em vez das informações

tecnicamente superiores. Dessa forma, fica patente a função de propaganda que as agências de *rating* possuem hoje.

Uma segunda função que as agências desempenham é a de auxílio na estruturação de produtos financeiros, que inundaram o mercado a partir da década de 1980. Autores argumentam que a estruturação desses produtos não seria possível sem a participação das agências, que têm neles parte considerável de suas receitas. Ainda, a propaganda desses produtos pelas agências é importante, pois são complexos até para investidores experientes (GULLO, 2014, p. 20). Além do mais, as agências continuam a manter a função de auxílio aos investidores, mesmo podendo abrir mão da imparcialidade das avaliações para agradarem seus clientes (emissores), já que disponibilizam um amplo volume de informações públicas e gratuitas sobre emissões de diferentes naturezas, o que, obviamente, é atrativo para os investidores.

Essas três funções sinalizam que as agências continuarão sendo importantes atores na globalização financeira, mesmo legisladores (como os dos EUA, o maior mercado financeiro do mundo) determinando a extinção de seu uso regulatório, implantado desde a década de 1930. Ainda mais porque não há alternativas às agências de *rating*, pois, ao contrário dos outros agentes que avaliam risco de crédito, elas se dispõem a avaliar emissores de qualquer natureza (empenhando-se em torná-los comparáveis com taxonomias semelhantes) e com acompanhamento permanente, tornando-se grandes sistemas de comparabilidade de risco de crédito. A relevância das agências, quando se trata de risco de crédito, fica patente ao evidenciar-se que suas ações de *rating* geram impactos no mercado financeiro para diferentes classes de emissores, como países e corporações, o que as torna “autoridades epistêmicas” (autoridades, estas, favorecidas pelo uso obrigatório imposto pelos reguladores), pois criam os métodos e categorias que utilizam em suas avaliações (ou seja, possuem seu próprio saber), e estas têm um poder de influenciar o preço dos ativos, patenteando que as ações de *rating* geram consequências políticas ao ajudarem a moldar as expectativas de credores e devedores nas relações de crédito (ABDELAL; BRUNER, 2005, p. 208) (KERWER, 2001, p. 5, 11) (SINCLAIR, 2000, p. 495).

A “autoridade epistêmica” privada das agências é problemática para países como o Brasil. Por mais que as agências possam ser consideradas importantes para os países subdesenvolvidos em sua abertura financeira (CANUTO; SANTOS, 2003, p. 8), o mercado de *ratings* sempre foi dominado pelo oligopólio, o que significa que as concepções epistêmicas dominantes de risco de crédito e *creditworthiness* ficaram restritas a três atores do Norte (a pluralidade da ciência, então, nunca foi explorada nesse campo), e estes apresentam

semelhanças fundamentais, tanto nos métodos de avaliação como nas notas atribuídas a emissores (como é o caso dos *ratings* soberanos), o que acaba por configurar um saber monopolístico nesse mercado. Dessa maneira, as Três Grandes dominam o saber do mercado e possuem, pelo menos, duas semelhanças que são claramente danosas a Estados do Sul, como o Brasil (e seus setores privados e entes subsoberanos), que emitem papéis creditícios: a severidade das notas atribuídas aos países subdesenvolvidos e o teto soberano.

As Três Grandes podem ser consideradas severas com os países subdesenvolvidos, pois classificam boa parte desses como “grau especulativo”, mesmo havendo um baixo número de *defaults* soberanos, e, por outro lado, davam notas máximas a produtos estruturados podres que, repentinamente, foram julgados especulativos. O Brasil, por exemplo, é avaliado pela Moody’s desde 1986, e de lá para cá foi considerado “grau especulativo” todo o tempo, com exceção de um período que vai de meados de 2009 a meados de 2016, mesmo não tendo nenhum *default* registrado na agência (DATOSMACRO, 2018) (MOODY’S, 2017d). Já o teto soberano estabelece uma relação intrínseca e permanente entre a nota do soberano e a nota das emissões, em moeda estrangeira, dos emissores localizados em suas fronteiras, com a justificativa de que situações ocasionais de crise/estresse financeiro poderiam afetar todo o ambiente econômico; desse modo, corporações, entes subsoberanos e produtos estruturados de países não conseguem exibir sua verdadeira *creditworthiness* nas vitrines de crédito, pois ficam limitados às notas dos países, já que, mesmo quando conseguem ultrapassar o teto (o que não é frequente), ficam a este vinculados. Além do mais, além de prejudicial, o saber das agências é irregulamentável na ordem (neo)liberal e na sociedade de mercado vigentes, pois não há qualquer consenso sobre *creditworthiness* e sobre como se medir risco de crédito dos diferentes emissores, que pudesse viabilizar a avaliação da confiabilidade do saber das agências para, então, discutir-se se algum tipo de regulamentação poderia ser adotado. Sob esse prisma, emissores usufruem de sua liberdade para contratarem quem bem entenderem.

Constata-se, desse modo, que o mercado de *ratings* é dominado pelas Três Grandes, e que estas prejudicam os países subdesenvolvidos na busca por recursos da globalização financeira. Tendo em conta que o domínio das Três Grandes, no mercado, não se deve a um amplo reconhecimento dessas como as melhores fontes de informações, e nem suas semelhanças são justificadas por algum consenso científico, ou seja, que seu domínio é baseado num processo de pioneirismo atrelado ao uso obrigatório das agências e às barreiras concorrenciais (NRSROs), ambos determinados pelos EUA, aufere-se que esses utilizaram seu domínio econômico-político (grosso modo, os EUA estabeleceram que qualquer emissor

que quisesse crédito dos investidores regulamentados do maior mercado financeiro do mundo – o seu – deveria procurar alguma das Três Grandes para anunciar sua *creditworthiness*) para promoverem o domínio epistêmico das Três Grandes: e eles se reforçam mutuamente. Configura-se, assim, uma enredada estrutura de poder de matriz étnico/racial, posto que a ciência moderna e a noção de risco de Três empresas do Norte (domínio epistêmico) favorecem economicamente os povos euro/estadunidenses, em detrimento de países do Sul (domínio econômico). Constitui-se, nesse sentido, o que é conhecido como “colonialidade do poder”, uma continuidade do domínio do colonialismo sem, no entanto, existirem estruturas formais de administração colonial (GROSFOGUEL, 2010, p. 464-467) (QUIJANO, 2010, p. 84).

Essa submissão a um saber colonial estrangula, ainda mais, a já limitada soberania brasileira de, pelo menos, duas maneiras: os Estados veem como necessário o anúncio de suas *creditworthiness* em agências importantes, ou seja, nas Três Grandes, pois sem ele ficaria ainda mais difícil atrair investidores (CANUTO; SANTOS, 2008, p. 8, 11). Dessa maneira, não há *independência* (uma afronta à soberania externa) de escolha para o Brasil, que deve se submeter a empresas que o classificam como “grau especulativo”. Ainda, os julgamentos das agências ferem a soberania interna ao se intrometerem na vida política dos países: essa segunda limitação parece inevitável diante da necessidade, das agências, de fundamentarem suas decisões – ou seja, não há alternativas institucionais para enfrentar efetivamente tal questão. Ao lado da limitação da soberania, as agências acabam por prejudicar os próprios “fins” de Estado estipulados na Constituição, como o desenvolvimento nacional e a realização de direitos econômicos, sociais e culturais.

Além das fortes evidências de que a “autoridade epistêmica” das Três Grandes continuará influente no mercado financeiro (por causa das três funções supramencionadas que exercem), e partindo-se da premissa de manutenção do modelo “emissor paga” nas Três Grandes, constataram-se também poderosos indícios de que o mercado não conseguirá fornecer uma alternativa contra-hegemônica que represente os interesses do Brasil (isto é, uma grande autoridade epistêmica, ao ponto de ter uma influência comparável à das Três Grandes, e cujo saber represente as pretensões do país, sendo, então, mais benevolente em suas classificações), pois, além do mercado de *rating* ser caracterizado pela economia de escala, pela necessidade de grande reputação da marca para esta conseguir clientela, pela postura agressiva das Três Grandes em comprarem e se fundirem às agências menores, há um claro interesse dos emissores em continuarem a contratar as Três Grandes, haja vista que são as melhores vitrines para divulgarem seus produtos; sobretudo os emissores do Norte, cujas

creditworthiness são colocadas no topo do sistema de comparabilidade de risco de crédito. Além do mais, o que garante que uma improvável grande autoridade epistêmica que surgisse conseguiria incorporar a totalidade dos diversos anseios do Brasil no tema?

Diante desse quadro, restaria apenas um caminho (pois adota-se a premissa de que é inviável um monopólio [inter]estatal da atividade de classificação de risco de crédito) ao inerente interesse do Brasil em ter, no mundo dos *ratings* de crédito, uma alternativa que ouvisse sua voz e, dessa forma, enfrentasse a limitação de sua soberania externa: uma agência de *rating* pública. Tal caminho, entretanto, teria, teoricamente, três possibilidades: uma instituição brasileira; uma instituição global; uma instituição em comunhão com outros países do Sul.

Uma instituição unicamente brasileira demonstra gigantes empecilhos, pois é difícil imaginar que esta geraria forte impacto no mercado financeiro, ao mesmo tempo em que poderia ser vista como parcial em favor do país. Por outro lado, uma instituição global é reprimida por duas barreiras que não parecem transponíveis: os países do Norte (e seus setores privados) são beneficiados pelo sistema atual na competição por recursos, o que mina suas ambições por uma agência contra-hegemônica; e haveria enormes dificuldades para se estabelecer consensos sobre o seu saber e *modus operandi*.

Já a associação do Brasil com outros países prejudicados parece viável, embora também possua enormes desafios. O Brasil, como sabemos, já faz parte de organizações intergovernamentais com aliados que visam a concretização de objetivos comuns, como o MERCOSUL e os BRICS. Argumenta-se que, entre essas opções, seria melhor uma agência edificada pelos BRICS, pois são países dotados de maior peso econômico e de posição geográfica diversa (como cada país tem seus próprios aliados em diferentes regiões do globo, consubstancia-se uma pluralidade geográfica maior de países que poderiam pressionar os membros dos BRICS para que suas vontades fossem incorporadas nas ações e no saber da agência; estes plurais interesses têm maior probabilidade de se anularem que os interesses mais próximos de um mesmo rol de aliados de uma agência edificada por um organismo regional, como seria uma agência do MERCOSUL, por exemplo), além de os BRICS já ventilarem a ideia de criação de uma agência de *rating*.

Ressalva-se, entretanto, que uma agência pública tem grandes chances de ter sua isenção questionada pelos agentes do mercado, e que a conquista de confiança dependerá do bom desempenho de suas avaliações de risco de crédito. Este trajeto, de afirmação perante o mercado e de consolidação de um grande sistema de comparabilidade (para fazer frente às Três Grandes), necessitaria de subsídios dos governos envolvidos, considerando que o saber

contra-hegemônico dificilmente atrairia contratos que viabilizassem sua consubstanciação, e que o modelo “emissor paga”, que é tido como o mais rentável pelas agências e por estudiosos, tende a contaminar as avaliações das agências com os anseios dos emissores e, por isso, não é apropriado para uma agência que já poderá ser vista com suspeição, por ser vinculada a governos.

Uma agência pública fomentada pelo Brasil e alguns aliados do Sul tem, portanto, uma espinhosa rota para se tornar uma grande autoridade epistêmica, pois deverá se tornar um grande sistema de comparabilidade, ao mesmo tempo em que buscará obter credibilidade junto ao mercado financeiro. Além do mais, questiona-se se o governo atual de Jair Bolsonaro demonstrará interesse nessa empreitada.

Ainda que se possa questionar o destino que os governos dão aos fundos arrecadados pela emissão de títulos, qualquer Estado que utiliza o mercado financeiro tem uma intrínseca pretensão de conseguir financiamento barato, e o Brasil, ao ser avaliado atualmente como “grau especulativo” nas Três Grandes, tem sua imagem abalada perante os investidores, o que pode dificultar a capacidade de pegar dinheiro emprestado no mercado e, conseqüentemente, afetar a prestação de serviços públicos, o serviço da dívida, etc. Não se trata, então, de defender uma abertura financeira plena, mas de reconhecer que uma agência de *rating* subalterna é uma das medidas relevantes para reconfigurar a globalização financeira de uma maneira mais benéfica aos países subdesenvolvidos, já que o enfrentamento ao domínio da noção de risco de crédito das empresas do Norte é um tópico essencial, pois, como ensina Santos (2010, p. 40), uma luta pela justiça social global deve ser também uma luta por justiça cognitiva. Tal iniciativa, entretanto, deve ser combinada com outras, que visem reconfigurar a relação entre capital produtivo e capital financeiro e que garantam maior estabilidade e justiça social à ordem atual.

REFERÊNCIAS

- ABDELAL, R.; BRUNER, C. M. To judge Leviathan: sovereign credit ratings, national law, and the world economy. **Journal of Public Policy**, Cambridge, v. 25, n. 2, p. 191-217, ago. 2005. Disponível em: <<https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-public-policy/article/to-judge-leviathan-sovereign-credit-ratings-national-law-and-the-world-economy/25F0DE0339EF16349B5E2E517D5DA6A9>>. Acesso em: 11 set. 2018.
- AFONSO, A.; FURCERI, D.; GOMES, P. Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to european data. **European Central Bank (ECB) Working Paper Series**. Frankfurt am Main, jun. 2011, n. 1347. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf?af8437707498f9ee33f5da6775c3460f>>. Acesso em: 01 out. 2018.
- AFONSO, A.; GOMES, P.; ROTHER, P. Short- and long-run determinants of sovereign debt credit ratings. **International Journal of Finance and Economics**, [New Jersey?], v. 16, n. 1, p. 1-15, jan. 2011. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/ijfe.416>>. Acesso em: 27 set. 2018.
- ALAGIDEDE, P.; BOAKO, G.; NTSALAZE, Z. The impact of sovereign credit ratings on corporate credit ratings in South Africa. **African Journal of Economic and Management Studies**, [Bingley?], v. 8, n. 2, p. 126-146, dez. 2016. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/310263331_The_impact_of_sovereign_credit_ratings_on_corporate_credit_ratings_in_South_Africa>. Acesso em: 14 set. 2018.
- ALMEIDA, H. et al. The real effects of credit ratings: the sovereign ceiling channel. **The Journal of Finance**, [New Jersey?], v. 72, n. 1, p. 249-290, fev. 2017. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/jofi.12434>>. Acesso em: 22 out. 2018.
- ALVARENGA, D. Empresas gastam 1.958 horas e R\$ 60 bilhões por ano para vencer burocracia tributária, apontam pesquisas. **G1**, 20 nov. 2017. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/empresas-gastam-1958-horas-e-r-60-bilhoes-por-ano-para-vencer-burocracia-tributaria-apontam-pesquisas.ghtml>>. Acesso em: 03 abr. 2019.
- ARGENTINA. Decreto nº 1.023, de 29 de julho de 2013. Reglamenta la Ley de Mercado de Capitales n. 26.831. **Boletín Oficial de la República Argentina**, Poder Ejecutivo, 29 de julho de 2013. Disponível em: <<https://www.boletinoficial.gob.ar/#!DetalleNormaBusquedaAvanzada/91491/20130801>>. Acesso em: 14 fev. 2018.
- ASSIS, J. C. A chantagem da Standard para impor a reforma previdenciária. **Pátria Latina**, Brasília, 12 jan. 2018. Disponível em: <<http://www.patrialatina.com.br/a-chantagem-da-standard-para-impor-a-reforma-previdenciaria/>>. Acesso em: 25 mar. 2018.
- BACHA, E. Pau nas reservas? Que má ideia! **O Globo**, Rio de Janeiro, 12 jan. 2016. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/opiniaopau-nas-reservas-que-ma-ideia-18452365>>. Acesso em: 06 jul. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries – Reservas Internacionais**. Brasília, 2018. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=consultarSeries&series=13621>>. Acesso em: 04 out. 2018.

BARUCO, G. C. C. **Do Consenso Keynesiano ao Pós-Consenso de Washington**. 2005. 97 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia.

BASILE, J. Meirelles: Aprovação da PEC dos gastos agrada a agências de *rating*. **Valor Econômico**, São Paulo, 11 out. 2016. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/brasil/4741415/meirelles-aprovacao-da-pec-dos-gastos-agradara-agencias-de-rating>>. Acesso em: 18 abr. 2018.

BATHIA, A. V. Sovereign credit ratings methodology: an evaluation. **IMF Working Paper 02/170**. [Washington D.C.?], out. 2002. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>>. Acesso em: 04 mar. 2018.

BEAVER, W.; SHAKESPEARE, C.; SOLIMAN, M. T. Differential properties in the ratings of certified versus non-certified bond-rating agencies. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 42, n. 3, p. 303-334, dez. 2006. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410106000693>>. Acesso em: 08 fev. 2018.

BECK, U. **Entrevista “Incertezas fabricadas” concedida à revista IHU-On-line na edição “Sociedade do risco: o medo na contemporaneidade”**. [maio 2006]. São Leopoldo: IHU On-Line, p. 5-12, 22 mai. 2006. Disponível em: <<http://www.ihuonline.unisinos.br/media/pdf/IHUOnlineEdicao181.pdf>>. Acesso em: 7 out. 2018.

BECKER, B; MILBOURN, T. How did increased competition affect credit ratings? **Harvard Business School Working Paper 09-51**. [Boston?], set. 2010. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/09-051_13e0275c-a3a4-48bd-a86a-2324d5d70b57.pdf>. Acesso em: 3 out. 2018.

BELUZZO, L. G. M. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 4, n. 1, p. 11-20, jun.-dez. 1995. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643205>>. Acesso em: 15 fev. 2018.

BENIWAL, V. BRICS querem montar nova agência de classificação de risco. **Exame**, São Paulo, 27 jun. 2016. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/economia/brics-querem-montar-nova-agencia-de-classificacao-de-risco/>>. Acesso em: 12 dez. 2018.

BERCOVICI, G. Teoria do Estado e Teoria da Constituição na periferia do capitalismo: breves indagações críticas. In: NUNES, António José Avelãs; COUTINHO, Jacinto Nelson de Miranda (orgs). **Diálogos constitucionais: Brasil/Portugal**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 263-290.

BICHOFFE, A. C. **Métricas sobre o Estado**: por uma sociologia de classificação do risco de crédito soberano brasileiro. 2017. 300 f. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Centro de Educação e Ciências Humanas (CECH), Universidade Federal de São Carlos, São Carlos.

BIGLAISER, G.; DEROUEN JR, K. Sovereign bond ratings and neoliberalism in Latin America. **International Studies Quarterly**, [s.l.], v. 51, n. 1, p. 121-138, mar. 2017. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/4621704?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 20 nov. 2017.

BIS. **Summary of debt securities outstanding**. 2018. Disponível em: <<https://bis.org/statistics/c1.pdf>>. Acesso em: 27 set. 2018.

BISSOONDOYAL-BHEENICK, E. An analysis of the determinants of sovereign ratings. **Global Finance Journal**, [s.l.], v. 15, n. 3, p. 251-280, fev. 2005. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028304000705>>. Acesso em: 22 out. 2018.

BIZZOTTO, M. Brown propõe ‘novo Bretton Woods’ para economia Mundial. **BBC**, São Paulo, 15 out. 2008. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/reporterbbc/story/2008/10/081015_crisebrown_mb_ac.shtml>. Acesso em: 03 abr. 2019.

BOBBIO, N. **Liberalismo e democracia**. Tradução de Marco Aurélio Nogueira. 1 ed. São Paulo: Brasiliense, 1988.

_____. **O futuro da democracia**. Tradução de Marco Aurélio Nogueira. 11 ed. São Paulo: Paz e Terra, 2009.

BORENSZTEIN, E.; COWAN, K.; VALENZUELA, P. Sovereign ceilings “lite”? The impact of sovereign ratings on corporate ratings in emerging market economies. **IMF Working Paper 07/75**. [Washington D.C.?], abr. 2007. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Ceilings-Lite-The-Impact-of-Sovereign-Ratings-on-Corporate-Ratings-in-Emerging-20615>>. Acesso em: 07 set. 2018.

_____; _____. Sovereign ceilings “lite”? The impact of sovereign ratings on corporate ratings. **Journal of Banking & Finance**, [Amsterdamsche?], v. 37, n. 11, p. 4014-4024, nov. 2013. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426613002768>>. Acesso em: 05 set. 2018.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**: versão atualizada até a emenda nº 99 de 2017. 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm>. Acesso em: 04 nov. 2018.

_____. Senado Federal. **Superávit primário**. Poder Legislativo, Brasília, [2015?]. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/noticias/entenda-o-assunto/superavit>>. Acesso em: 03 out. 2018.

_____. Governo do Brasil. **Tesouro Nacional**. Poder Executivo, Brasília, 2017. Disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2009/11/tesouro-nacional>>. Acesso em: 27 set. 2018.

_____. Tesouro Nacional. **Classificação de risco da República Soberana do Brasil**. Poder Executivo, Brasília, [20--?]. Disponível em: <<http://www.tesouro.gov.br/ar/classificacao-de-risco>>. Acesso em: 22 fev. 2018.

BRICS. **BRICS setting up its own credit rating agency**. 2018. Disponível em: <<http://www.brics2018.org.za/brics-setting-its-own-credit-rating-agency>>. Acesso em: 02 dez. 2018.

BROOKS, R.; FAFF, R.; HILL, P. Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 6, p. 1327-1343, jun. 2010. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426609003252>>. Acesso em: 05 out. 2018.

BUCCI, M. P. D. A Teoria do Estado entre o jurídico e o político. In: BUCCI, M. P. D.; GASPARDO, M (orgs). **Teoria do Estado: sentidos contemporâneos**. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 27-74.

_____; GASPARDO, M. Introdução. In: BUCCI, M. P. D.; GASPARDO, M (orgs). **Teoria do Estado: sentidos contemporâneos**. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 15-24.

CANTOR, R.; PARKER, F. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, New York, v. 2, n. 2, p. 37-54, dez. 1996. Disponível em: <<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/96v02n2/9610cant.pdf>>. Acesso em: 07 out. 2018.

CANUTO, O; SANTOS, P. F. P. Risco-soberano e prêmios de risco em economias emergentes. **Temas de Economia Internacional - Ministério da Fazenda/Secretaria de Assuntos Internacionais**. Brasília, 2003. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/intranet/ie/userintranet/hpp/arquivos/canuto_o._e_santos_p._risco_sobrano_e_premios_de_risco_2003.pdf>. Acesso em: 07 jan. 2019.

CARTA CAPITAL. **Desigualdade atrapalha crescimento e corrói a coesão social, diz FMI**. São Paulo, 28 set. 2017. Disponível em: <<https://www.cartacapital.com.br/economia/desigualdade-atrapalha-crescimento-e-corroi-a-coesao-social-diz-fmi/>>. Acesso em: 05 abr. 2019.

CARVALHO, L. Reservas, para que te quero? **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 30 ago. 2018. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/laura-carvalho/2018/08/reservas-para-que-te-quiero.shtml>>. Acesso em: 02 abr. 2019.

CASTELLS, M. **A sociedade em rede, volume 1**. Tradução de Roneide Venancio Majer com a colaboração de Klauss Brandini Gerhardt. 8 ed. rev. e amp. São Paulo: Paz e Terra, 2000.

CHANG, H.-J. Breaking the mould: an institutionalist political economy alternative to the neoliberal theory of market and the State. **United Nations Research Institute of Social Development (UNRISD) – Social Policy and Development Programme Paper n. 6**.

Genebra, 2001. Disponível em: <
<http://www.unrisd.org/80256B3C005BCCF9/search/44552A491D461D0180256B5E003CAFCC?OpenDocument>>. Acesso em: 12 mar. 2018.

_____. **Chutando a escada:** a estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica. Tradução de Luiz Antônio Oliveira de Araújo. São Paulo: Editora UNESP, 2004.

_____. **23 coisas que não nos contaram sobre o capitalismo.** Tradução de Claudia Gerpe Duarte. São Paulo: Cultrix, 2013.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital.** Tradução de Silvana Finzi Foá. São Paulo: Xamã, 1996.

_____. Mundialização: o capital financeiro no comando. Tradução de Rui Braga. **Revista Outubro**, São Paulo v. 5, n. 2, p. 7-28, 2000. Disponível em:
 <<http://outubrorevista.com.br/wp-content/uploads/2015/02/Revista-Outubro-Edic%CC%A7a%CC%83o-5-Artigo-02.pdf>>. Acesso em: 14 fev. 2018.

CORNAGGIA, J.; CORNAGGIA, K. J. Estimating the costs of issuer-paid credit ratings. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v. 26, n. 9, p. 2229-2269, jun. 2013. Disponível em:
 <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1705843>. Acesso em: 04 nov. 2018.

DAHL, R. A. Can international organizations be democratic? A skeptic's view. In: SHAPIRO, I.; HACKER-CORDÓN, C. (ed). **Democracy's edges**. Cambridge: Cambridge University, 1999, p. 19-36.

DALLARI, D. A. **Elementos de Teoria Geral do Estado**. 14 ed. São Paulo: Saraiva, 1989.

DARBELLAY, A.; PARTNOY, F. Credit rating agencies and regulatory reform. **San Diego Legal Studies Paper n. 12-083**. San Diego, abr. 2012. Disponível em: <
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2042111>. Acesso em: 10 set. 2017.

DATOSMACRO. **Rating:** calificación de la deuda de los países. 2018. Disponível em:
 <<https://datosmacro.expansion.com/ratings>>. Acesso em: 8 out. 2019.

DE BRUNHOFF, S. A instabilidade financeira internacional. In: CHESNAIS, F. (coord). **A mundialização financeira:** gênese, custos e riscos. Tradução de Carmem Cristina Cacciacarro, Luís Leiria, Silvana Foá e Valéria Côelho da Paz. 1 ed. São Paulo: Xamã, 1998, p. 35-59.

DOWBOR, L. **A crise financeira sem mistérios.** Disponível em:
 <<http://dowbor.org/2009/07/a-crise-financeira-sem-misterios-fev-2009-atualizacao-jul-2009-pdf-2.html/>>. Acesso em: 25 ago. 2018.

ELKHOURY, M. Credit rating agencies and their potential impact on developing countries. **United Nations Conference on Trade and Development (UNCTD) Discussion Papers n. 186**. Genebra, jan. 2008. Disponível em: < https://unctad.org/en/Docs/osgdp20081_en.pdf>. Acesso em: 18 jan. 2018.

ESPADA, J. C. Prefácio: um pequeno grande livro. In: HAYEK, F. **O caminho para a servidão**. Tradução de Marcelino Amaral. Lisboa: Edições 70, 2009, p. 9-19.

EUROPEAN UNION. European Commission. Directorate-General for Financial stability, Financial Services and Capital Markets Union. **Study on feasibility of alternatives to credit ratings: final report**. Bruxelas, dez. 2015. Disponível em: <https://ec.europa.eu/info/system/files/alternatives-to-credit-rating-study-01122015_en.pdf>. Acesso em: 8 out. 2018.

FERRI, G.; LIU, L.-G.; STIGLITZ, E. The procyclical role of rating agencies: evidence from the east asian crisis. **Economic Notes**, v. 28, n. 3, p. 335-355, nov. 1999. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-0300.00016>>. Acesso em: 11 nov. 2018.

FITCH. **Country ceiling criteria**. 2017. Disponível em: <<https://www.fitchratings.com/site/re/901393>>. Acesso em: 24 out. 2018.

_____. **Definições de rating**. 2017 ou 2018. Disponível em: <https://www.fitchratings.com.br/system/pages/337/Defini%C3%A7%C3%B5es_de_Ratings.pdf>. Acesso em: 20 out. 2018.

_____. **Country ceiling criteria**. 2018a. Disponível em: <<https://www.fitchratings.com/site/re/901393>>. Acesso em: 24 out. 2018.

_____. **Grupo Fitch**. 2018b. Disponível em: <https://www.fitchratings.com.br/pages/fitch_group>. Acesso em: 21 fev. 2018.

_____. **Introdução aos ratings**. 2018c. Disponível em: <https://www.fitchratings.com.br/pages/rtg_definitions>. Acesso em: 16 out. 2018.

_____. **Sovereign rating criteria**. 2018d. Disponível em: <<https://www.fitchratings.com/site/re/10037181>>. Acesso em: 17 out. 2018.

FREIFELD, K.; VISWANATHA, A. S&P reaches \$1.5 billion deal with U.S., states over crisis-era ratings. **Reuters**, [Londres?], 3 fev. 2015. Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/us-s-p-settlement/sp-reaches-1-5-billion-deal-with-u-s-states-over-crisis-era-ratings-idUSKBN0L71C120150203>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. Investimentos estrangeiros nos sistemas financeiros latino-americanos: os casos da Argentina, do Brasil e do México. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 12, n. 2, p. 198-218, 2008. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-98482008000200001&script=sci_abstract&tlng=pt>. Acesso em: 05 abr. 2019.

FRIEDMAN, M. **Capitalismo e liberdade**. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. 1 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2014.

GASPARDO, M. **O parlamento e o controle do poder político**. 2009. 203 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo.

_____. Globalização e o déficit democrático das instituições representativas brasileiras. **Revista da Faculdade de Direito UFPR**, Curitiba, v. 60, n. 1, p. 85-115, jan-abr. 2015. Disponível em: <<https://revistas.ufpr.br/direito/article/view/37353/25097>>. Acesso em: 2 dez. 2018.

_____. Democracia participativa e experimentalismo democrático em tempos sombrios. **Estudos avançados**, v. 32, n. 92, p. 65-88, 2018. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ea/v32n92/0103-4014-ea-32-92-0065.pdf>>. Acesso em: 3 fev. 2019.

_____.; TOJAL, S. B. B. A democracia sob a ótica da Teoria do Estado: esboço de um programa de pesquisa. In: GASPARDO, M.; BUCCI, M. P. D (orgs). **Teoria do Estado: sentidos contemporâneos**. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 75-107.

GOMES, C. **Ciro Gomes e a OPEP dos alimentos [09/11/2018]**. In YOUTUBE. Vídeo (ca. 1:27 min). Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=vaXFs2CaOBo>>. Acesso em: 13 fev. 2019.

GROSGOUEL, R. Para descolonizar os estudos de economia política e os estudos pós-coloniais: transmodernidade, pensamento de fronteira e colonialidade global. In: MENESES, M. P; SANTOS, B. S (orgs). **Epistemologias do Sul**. 1 ed. São Paulo: Cortez, 2010, p. 455-491.

GULLO, M. F. Agências de *rating* e os impactos de suas atividades sobre o sistema financeiro mundial. **Working Paper do Boletim de Ciências Econômicas n. 7**. Coimbra, out. 2014. Disponível em: <<https://www.uc.pt/fduc/ij/publicacoes/wpbcce>>. Acesso em: 22 fev. 2018.

G1. **Bolsonaro diz que governo estuda reduzir IR de empresas em troca da tributação de dividendos**. Rio de Janeiro, 30 mar. 2019. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/03/30/bolsonaro-diz-que-governo-estuda-reduzir-ir-de-empresas-em-troca-da-tributacao-de-dividendos.ghtml>>. Acesso em 05 abr. 2019.

HARVEY, D. **O neoliberalismo: história e implicações**. Tradução de Adail Sobral e Maria Stela Gonçalves. 2 ed. São Paulo: Loyola, 2011.

_____. **Os limites do capital**. Tradução de Magda Lopes. 1 ed. São Paulo: Boitempo, 2013.

HAYEK, F. **O caminho para a servidão**. Tradução de Marcelino Amaral. Lisboa: Edições 70, 2009.

HEARST. **Fitch group becomes a wholly-owned Hearst business**. 4 dez. 2018. Disponível em: <<http://www.hearst.com/newsroom/fitch-group-becomes-a-wholly-owned-hearst-business>>. Acesso em: 11 jan. 2019.

HELD, D. Reframing Global Governance: apocalypse soon or reform! In: BROWN, G. W.; HELD, D. (ed). **The cosmopolitanism reader**. Cambridge: Polity, 2014, p. 293-311.

_____; YOUNG, K. From financial crises to the crises of global governance. In: HELD, D.; ROGER, C. (ed.). **Global Governance at Risk**. Cambridge, UK: Polity, 2013, p. 170-201.

HE, J.; QIAN, J.; STRAHAN, P. E. Credit ratings and the evolution of the mortgage-backed securities market. **American Economic Review Papers and Proceedings**, [s.l.], v. 101, n. 3, p. 131-135, jan. 2011. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1984154>. Acesso em: 17 abr. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Série histórica do PIB**. Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/.../7531a821326941965f1483c85caca11f.xls>>. Acesso em: 03 out. 2018.

JANKOWITSCH, R.; OTTONELLO, G.; SUBRAHMANYAM, M. G. **The rules of the rating game: market perception of corporate ratings**. 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2655684>. Acesso em: 22 nov. 2018.

JIANZHONG, G. **A study of western ideas on credit ratings**. 2015.

JOSEPHSON, J.; SHAPIRO, J. Credit ratings and structured finance. **IFN Working Paper No 1236**. [Estocolmo?], 2018. Disponível em: <<https://www.ifn.se/wfiles/wp/wp1236.pdf>>. Acesso em: 06 nov. 2018.

KERWER, D. Standardising as governance: the case of credit rating agencies. **MPI Collective Goods Preprint No 2001/3**. Bonn, 2001. Disponível em: <https://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2001_03online.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2018.

_____. Holding global regulators accountable: the case of credit rating agencies. **Governance: an International Journal of Policy, Administration and Institutions**, Oxford, v. 18, n. 3, p. 453-475, jul. 2005. Disponível em: <https://www.gov.tum.de/fileadmin/w00bzh/polwiss/Publikationen/Kerwer/Kerwer_2005_-_Holding_global_regulators_accountable_-_Rating.pdf>. Acesso em: 21 fev. 2018.

KIFF, J.; NOWAK, S.; SCHUMACHER, L. Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings. **IMF Working Papers 12/23**, [Washington D.C.?], 2012. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1223.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2018.

KISGEN, D. J. Credit ratings and capital structure. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 3, p. 1035-1072, jun. 2006. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1540-6261.2006.00866.x>>. Acesso em: 8 jan. 2019.

LANNOO, K. Rate the rating agencies! **Intereconomics: Review of European Economic Policy**, v. 46, n. 5, p. 246-247, 2011. Disponível em: <<https://archive.intereconomics.eu/year/2011/5/credit-rating-agencies-part-of-the-solution-or-part-of-the-problem/>>. Acesso em: 29 abr. 2018.

LARRAÍN, G.; REISEN, H.; von MALTZAN, J. Emerging market risk and sovereign credit ratings. **OECD Development Centre Working Paper No 124**. Abr, 1997. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/5204300_Emerging_Market_Risk_and_Sovereign_Credit_Ratings>. Acesso em: 10 nov. 2018.

LEWANDOWSKI, E. R. Direito comunitário e soberania: algumas reflexões. **Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo**, v. 92, p. 231-242, 1997. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67362>>. Acesso em: 8 jan. 2018.

_____. **Globalização, regionalização e soberania**. 1 ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.

LI, J.; MOORE, W. T.; SHIN, Y. S. Reactions of japanese markets to changes in credit ratings by global and local agencies. **Journal of Banking and Finance**, v. 30, n. 3, p. 1007-1021, mar. 2006. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S037842660500230X>>. Acesso em: 1 nov. 2018.

LUPION, B. País tem US\$ 369 bilhões em reservas. Para que serve esse dinheiro. **Nexo Jornal**, São Paulo, 13 jan. 2016. Disponível em: <<https://www.nexojornal.com.br/expresso/2016/01/13/Pa%C3%ADs-tem-US-369-bilh%C3%B5es-em-reservas.-Para-que-serve-esse-dinheiro>>. Acesso em: 4 out. 2018.

MARCILLY, J. Foreign participation in emerging Asia's local currency debt markets and its links with bond yields: an empirical study. In: **7ª Inha-Le Havre Conference**, Le Havre, out. 2009. Disponível em: <[http://www.akes.or.kr/eng/papers\(2009\)/marcilly.pdf](http://www.akes.or.kr/eng/papers(2009)/marcilly.pdf)>. Acesso em: 22 dez. 2018.

MATOUSEK, R.; STEWART, C. Do rating agencies exhibit hearing behaviour? Evidence from sovereign ratings. In: 3rd International Conference on Business Finance and Management, Bangkok, jan. 2017. In: **Proceedings of 3rd International Conference on Business Finance and Management**, p. 77-84. Disponível em: <<https://pdfs.semanticscholar.org/dc67/7e99106f86d28b8aed9c71e9c8e6f3b6cf21.pdf>>. Acesso em: 2 dez. 2018.

MENDONÇA, A. L. O. O legado de Thomas Kuhn após cinquenta anos. **Scientiae Studia**, São Paulo, v. 10, n. 3, p. 535-560, 2012. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1678-31662012000300006>. Acesso em: 22 out. 2018.

MENESES, M. P.; SANTOS, B. S. Introdução. In: MENESES, M. P.; SANTOS, B. S. (orgs). **Epistemologias do Sul**. 1 ed. São Paulo: Cortez, p. 15-27.

MOITA, L. Uma releitura crítica do consenso em torno do sistema <<vestefaliano>>. **JANUS.NET e-journal of International Relations**, v. 3, n. 2, p. 17-43, outono 2012. Disponível em: <http://observare.ual.pt/janus.net/pt/n%C3%BAAmeros-anteriores/66-portugues-pt/v-3-n-2-2012-outono/artigos/189-pt-pt_vol3_n2_art2>. Acesso em: 16 abr. 2019.

MOODY'S. **Rating scale and definitions**. [2007?]. Disponível em: < https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/AP075378_1_1408_KI.pdf>. Acesso em: 11 out. 2018.

_____. **Structured Finance**. 2008. Disponível em: < <https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/Structured%20Finance%20Brochure.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2018.

_____. **Rating action: A Moody's eleva os ratings do Brasil para Baa3 e atribui perspectiva positiva**. 22 set. 2009. Disponível em: < https://www.moodys.com/research/A-Moodys-Eleva-os-Ratings-do-Brasil-para-Baa3-e--PR_187275?lang=pt&cy=bra>. Acesso em: 2 mar. 2018.

_____. **Como a qualidade do crédito soberano pode afetar outros ratings**. 16 mar. 2015. Disponível em: < https://www.moodys.com/research/Como-a-Qualidade-do-Credito-Soberano-Pode-Afetar-Outros-Ratings--PBC_180199>. Acesso em: 17 out. 2018.

_____. **Sistema de ratings da Moody's**. [20--?]. Disponível em: < <https://www.moodys.com/sites/products/ProductAttachments/sistemaderatingmoodys.pdf>>. Acesso em: 2 out. 2018.

_____. **Sovereign bond rating**. 22 dez. 2016. Disponível em: < https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1044859>. Acesso em: 6 out. 2018.

_____. **Credit opinion: Government of Brazil – Ba2 negative – update following change in outlook to negative from stable**. 30 maio 2017a. Disponível em: < https://www.moodys.com/MdcAccessDeniedCh.aspx?lang=pt&cy=bra&Source=https%3a%2f%2fwww.moodys.com%2fviewresearchdoc.aspx%3flang%3dpt%26cy%3dbra%26docid%3dPBC_1074840>. Acesso em: 3 mar. 2018.

_____. **Policy for designating and assigning unsolicited credit ratings outside Argentina, Bolivia, Canada, European Union, Japan and Mexico**. 2017b.

_____. **Símbolos e definições de rating**. 2017c. Disponível em: < https://www.researchpool.com/download/?report_id=1477592&show_pdf_data=true>. Acesso em: 10 out. 2018.

_____. **Sovereign default and recovery rates, 1983-2016**. 2017d. Disponível em: < https://www.researchpool.com/download/?report_id=1416505&show_pdf_data=true>. Acesso em: 14 out. 2018.

_____. **Teto de risco-país em moeda local para títulos e outras obrigações em moeda local**. 2017e.

_____. **Lista de ratings para o Brasil**. 2018a.

_____. **Moody's Corporation**. 2018b. Disponível em: < <https://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>>. Acesso em: 20 set. 2018.

MONTES, G. C.; OLIVEIRA, D. S. P. Beyond the macroeconomic determinants of sovereign credit ratings in developing economies: a panel data analysis considering different dimensions. In: **Anais do 43º Encontro Nacional de Economia da Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia (ANPEC)**. [Niterói?], 2016. Disponível em: <<https://econpapers.repec.org/paper/anpen2015/049.htm>>. Acesso em: 15 out. 2018.

MORGAN, M. '**Desigualdade no Brasil é escolha política**', diz economista. São Paulo, Folha de S. Paulo, 24 set. 2017. Entrevista a Mariana Carneiro e Flávia Lima. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/09/1921236-desigualdade-no-brasil-e-escolha-politica-diz-economista.shtml>>. Acesso em: 04 abr. 2019.

MOREIRA JÚNIOR, H.; CARI, M. B. De Bric a Brics: os mercados de crescimento e a articulação política por uma nova política internacional. In: **ENEPEX**, 2014. Disponível em: <<http://eventos.ufgd.edu.br/enepex/anais/arquivos/362.pdf>>. Acesso em: 11 jan. 2019.

NASSIF, L. O sucesso do capitalismo chinês. **GGN: O jornal de todos os Brasis**, [s.l.], 19 jul. 2010. Disponível em: <<https://jornalggn.com.br/blog/luisnassif/o-sucesso-do-capitalismo-chines>>. Acesso em: 27 out. 2018.

NOGUEIRA, R. S. **Risco soberano**: regulação das agências de classificação de risco e governança democrática. Belo Horizonte: Arraes, 2001.

NORTH, G. Quais as chances de o dólar deixar de ser a moeda de reserva internacional? **Mises Brasil**, [s.l.], 23 ago. 2013. Disponível em: <<https://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1673>>. Acesso em: 29 out. 2018.

NUNES, A. J. A. Uma leitura crítica da atual crise do capitalismo. **Boletim de Ciências Económicas**, Coimbra, v. 54, p. 1-163, 2011. Disponível em: <https://digitalis-dsp.uc.pt/bitstream/10316.2/24692/1/BoletimLIV_Artigo1.pdf?ln=pt-pt>. Acesso em: 11 jan. 2008.

OCDE. **Country risk classification**. 2018a. Disponível em: <<http://www.oecd.org/tad/xcred/crc.htm>>. Acesso em: 16 out. 2018.

_____. **Country risk classifications of the participants to the arrangement on officially supported export credits**. 2018b. Disponível em: <<http://www.oecd.org/trade/xcred/cre-crc-current-rev1-english.pdf>>. Acesso em: 16 out. 2018.

O GLOBO. **Bolsonaro escreve que combater marxismo é solução para melhorar educação no Brasil**. Rio de Janeiro, 31 dez. 2018. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/sociedade/bolsonaro-escreve-que-combater-marxismo-solucao-para-melhorar-educacao-no-brasil-23336992>>. Acesso em: 26 jan. 2019;

PAUDYN, B. Misguided ventures: a quasi-public European Union credit rating agency. **Intereconomics: Review of European Economic Policy**, [s.l.], v. 46, n. 5, p. 259-262, 2011. Disponível em: <<https://archive.intereconomics.eu/year/2011/5/credit-rating-agencies-part-of-the-solution-or-part-of-the-problem/>>. Acesso em: 7 fev. 2018.

PEIRIS, S. J. Foreign participation in emerging markets' local currency bond markets. **IMF Working Paper No 10/88**. [Washington D. C.?], abr. 2010. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1088.pdf>>. Acesso em: 21 nov. 2018.

PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. Um ponto de vista keynesiano. In: CHESNAIS, F. (coord). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. Tradução de Carmem Cristina Cacciacarro, Luís Leiria, Silvana Foá e Valéria Côelho da Paz. 1 ed. São Paulo: Xamã, 1998, p. 97-139.

POLANYI, K. **A grande transformação: as origens da nossa época**. Tradução de Fanny Wrabel. 2 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

QUIJANO, A. Colonialidade do poder e classificação social. In: MENESES, M. P; SANTOS, B. S. (orgs). **Epistemologias do Sul**. 1 ed. São Paulo: Cortez, p. 84-130.

RANIERI, N. B. S. **Teoria do Estado: do Estado de Direito ao Estado Democrático de Direito**. 1 ed. Barueri: Manole, 2013.

REISEN, H. Ratings since the asian crisis. **OECD Development Centre Working Paper No 2**. [s.l.], abr. 2002. Disponível em: <<http://www.oecd.org/development/pgd/1934633.pdf>>. Acesso em: 3 dez. 2018.

_____; von MALTZAN, J. Sovereign credit ratings, emerging market risk and financial market volatility. **Intereconomics**, [s.l.], v. 33, n. 2, p. 73-82, mar. 1998. Disponível em: <<https://link.springer.com/article/10.1007/BF02929503>>. Acesso em: 17 nov. 2018.

RITHOLTZ, B. **SEC Examining oversight of credit rating agencies**, [s.l.], 1 abr. 2009. Disponível em: <<https://ritholtz.com/2009/04/sec-examining-oversight-of-credit-rating-agencies/>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

RODRIK, D. Goodbye Washington Consensus, hello Washington Confusion? A review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a decade of reform. **Journal of Economic Literature**, [s.l.], v. 44, n. 4, p. 973-987, dez. 2006. Disponível em: <https://inequality.stanford.edu/sites/default/files/media/_media/pdf/Reference%20Media/Rodrik_2006_Development%20Economics.pdf>. Acesso em: 28 set. 2018.

ROSSI, C. Foi a democracia que endireitou o Chile. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 18 dez. 2018. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/clovisrossi/2018/12/foi-a-democracia-que-endireitou-o-chile.shtml>>. Acesso em: 21 dez. 2018.

RUDDEN, R. Evolution of credit ratings – part I. **Caribbean Information & Credit Rating Services Limited (CariCRIS)**, [Porto da Espanha?], 2005. Disponível em: <<http://www.caricris.com/images/pdfs/article/evolutionpart1.pdf>>. Acesso em: 12 fev. 2018.

RUIZ, J. B. O regionalismo latino-americano depois do regionalismo aberto: novos eixos, novas estratégias, modelos diversos. In: CARMO, C. et al (orgs). **Relações Internacionais: olhares cruzados**. Brasília: FUNAG, 2013, p. 193-238.

SAAD FILHO, A. Crise no neoliberalismo ou crise do neoliberalismo? **Crítica e Sociedade: Revista de Cultura e Política** (Dossiê “A crise atual do capitalismo”), Uberlândia, v. 1, n. 3, p. 6-19, dez. 2011. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/criticassociedade/article/view/14547>>. Acesso em: 11 fev. 2018.

SAKATE, M. Rumo ao clube dos desenvolvidos. **Veja**, São Paulo, 30 nov. 2018. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/economia/rumo-ao-clube-dos-desenvolvidos/>>. Acesso em: 15 dez. 2018.

SANTOS, B. S. Poderá o direito ser emancipatório? **Revista Crítica de Ciências Sociais**, Coimbra, v. 65, p. 3-76, maio 2003. Disponível em: <http://www.boaventuradesousasantos.pt/media/pdfs/podera_o_direito_ser_emancipatorio_RC_CS65.PDF>. Acesso em: 17 fev. 2018.

_____. A crítica da governação neoliberal: o Fórum Social Mundial como política e legalidade cosmopolita subalterna. **Revista Crítica de Ciências Sociais**, Coimbra, v. 72, p. 7-44, out. 2005. Disponível em: <http://www.boaventuradesousasantos.pt/media/pdfs/governacao_neoliberal_RCCS72.PDF>. Acesso em: 6 dez. 2018.

_____. Para além do pensamento abissal: das linhas globais a uma ecologia de saberes. In: MENESES, M. P.; SANTOS, B. S. (orgs). **Epistemologias do Sul**. 1 ed. São Paulo: Cortez, p. 31-83.

SERFATI, C. O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. In: CHESNAIS, F. (coord). **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. Tradução de Carmem Cristina Cacciaccaro, Luís Leiria, Silvana Foá e Valéria Cêlho da Paz. 1 ed. São Paulo: Xamã, 1998, p. 141-181.

SINCLAIR, T. J. Reinventing authority: embedded knowledge networks and the new global finance. **Environment and Planning C: Government and Policy**, Londres, v. 18, n. 4, p. 487-502, ago. 2000. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/pio/envirc/v18y2000i4p487-502.html>>. Acesso em: 25 fev. 2018.

_____. Credit rating agencies and the global financial crises. **Economic sociology the european electronic newsletter**, Colônia, v. 12, n. 1, p. 4-9, nov. 2010. Disponível em: <<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/155956/1/vol12-no01-a2.pdf>>. Acesso em: 20 set. 2018.

_____. The fall and rise of America’s rating agencies. **Inside Story**, [s.l.], 21 nov. 2017. Disponível em: <<http://insidestory.org.au/the-fall-and-rise-of-americas-rating-agencies/>>. Acesso em: 23 fev. 2018.

SKRETA, V.; VELDKAMP, L. Ratings shopping and asset complexity: a theory of ratings inflation. **National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper No 14761**. [s.l.], fev. 2009. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w14761>>. Acesso em: 5 mar. 2018.

SOLOW, A. Evolução da dívida pública brasileira desde 1978: um gráfico para você refletir. **Infomoney (Terraço Econômico)**, 2018. Disponível em: <

<https://www.infomoney.com.br/blogs/economia-e-politica/terracoeconomico/post/5382497/evolucao-divida-publica-brasileira-desde-1978-grafico-para-voce-refletir>>. Acesso em: 24 out. 2018.

STANDARD & POOR'S. **Crêterios gerais:** princípios dos *ratings* de crédito. 2011.

Disponível em: <

https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?articleId=1661690&type=COMMENTS&subType=CRITERIA>. Acesso em: 16 out. 2018.

_____. **Corporate and government ratings that exceed the sovereign rating.** 2012.

_____. **Ratings acima do soberano – ratings corporativos e de governo:** metodologia e premissas. 2013. Disponível em: <

https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?articleId=1661622&type=COMMENTS&subType=CRITERIA>. Acesso em: 24 out. 2018.

_____. **Metodologia de ratings soberanos.** 2014. Disponível em: <

https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?articleId=1976126&type=COMMENTS&subType=CRITERIA>. Acesso em: 6 nov. 2018.

_____. **Defini es de rating da S&P Global Ratings.** 2016. Disponível em:

<https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?articleId=2140772&type=COMMENTS&subType=REGULATORY>. Acesso em: 3 out. 2018.

_____. **Metodologia de ratings soberanos.** 2017. Disponível em:

<https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?articleId=1976490&type=COMMENTS&subType=CRITERIA>. Acesso em: 6 nov. 2018.

_____. **Who we are. Our history.** 2018a. Disponível em: <

<https://www.spglobal.com/en/who-we-are/our-history>>. Acesso em: 15 dez. 2018.

STATISTICS TIMES. **Projected GDP Ranking.** 2018. Disponível em: <

<http://statisticstimes.com/economy/projected-world-gdp-ranking.php>>. Acesso em: 15 dez. 2018.

_____. **2017 annual sovereign default study and rating transitions.** 2018b. Disponível em:

<<https://www.spratings.com/documents/20184/774196/2017+Annual+Sovereign+Default+Study+And+Rating+Transitions.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2018.

STUCHI, C. G. Contribui o para uma teoria realista do Estado brasileiro. In: GASPARDO, M.; BUCCI, M. P. D. (orgs). **Teoria do Estado:** sentidos contemporâneos. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 135-165.

TEIXEIRA, C. S. Experimentalismo e democracia em Unger. **Lua Nova**, São Paulo, n. 80, p. 45-69, 2010. Disponível em: < http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0102-64452010000200003&script=sci_abstract>. Acesso em: 02 abr. 2019.

THE GUARDIAN. **Moody's \$864m penalty for ratings in run-up to 2008 financial crisis.** Londres, 14 jan. 2017. Disponível em: <

<https://www.theguardian.com/business/2017/jan/14/moodys-864m-penalty-for-ratings-in-run-up-to-2008-financial-crisis>>. Acesso em: 13 nov. 2018.

TICHY, G. Did rating agencies boost the financial crisis? **Intereconomics: Review of European Economic Policy**, [s.l.], v. 46, n. 5, p. 232-245, 2011. Disponível em: <<https://archive.intereconomics.eu/year/2011/5/credit-rating-agencies-part-of-the-solution-or-part-of-the-problem/>>. Acesso em: 25 set. 2018.

TOJAL, S. B. B. **Teoria Geral do Estado** – elementos de uma nova ciência social. 1 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1997.

TOLEDO, J. E. C. Risco-Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 22, n. 3, p. 138-145, jul.-set. 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-9.pdf>>. Acesso em: 4 out. 2018.

TOMZ, M.; WRIGHT, M. L. J. Empirical research on sovereign debt and default. **Annual Review of Economics**, [s.l.], v. 5, n. 1, p. 247-272, ago. 2013. Disponível em: <<https://www.annualreviews.org/doi/10.1146/annurev-economics-061109-080443>>. Acesso em: 3 nov. 2018.

TRADINGECONOMICS. **Brasil** – classificação de risco de crédito. 2018a. Disponível em: <<https://pt.tradingeconomics.com/brazil/rating>>. Acesso em: 19 set. 2018.

_____. **Credit rating** – countries list. 2018b. Disponível em: <<https://tradingeconomics.com/country-list/rating>>. Acesso em: 12 jul. 2018 e 5 out. 2018.

UNGER, R. M. **The critical legal studies movement**. 1 ed. Cambridge, Massachusetts: Harvard, 1986.

_____. **O direito e o futuro da democracia**. Tradução de Caio Farah Rodriguez e Marcio Soares Grandchamp. 1 ed. São Paulo: Boitempo, 2004.

UNITED STATES OF AMERICA. Congressional Research Service. **Credit rating agencies and their regulation**. Washington D.C., 9 abr. 2010a. Disponível em: <https://www.everycrsreport.com/files/20100409_R40613_1d61ef51013055a61bda270b2259e640a92c797f.pdf>. Acesso em: 4 out. 2018.

UNITED STATES OF AMERICA. United States Securities and Exchange Commission (SEC). **Rel No 62968**. Washington D.C., 22 set. 2010. Disponível em: <<https://www.sec.gov/litigation/opinions/2010/34-62968.pdf>>. Acesso em: 13 fev. 2018,

_____. United States Securities and Exchange Commission (SEC). **SEC announces panelists for credit ratings roundtable**. Washington D.C., 7 maio 2013. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-83htm>>. Acesso em: 21 out. 2018.

_____. United States Securities and Exchange Commission (SEC). **Current NRSROs**. Washington D.C., 2018. Disponível em: <<https://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html>>. Acesso em: 12 fev. 2018.

UOL. **Líderes dos BRICs iniciam reunião na Rússia.** São Paulo, 16 jun 2009. Disponível em: <<https://noticias.uol.com.br/bbc/2009/06/16/ult5022u2409.jhtm>>. Acesso em: 6 jan. 2019.

USLU, Ç. L. Examining the behaviour of credit rating agencies post 2008 economic turmoil. **International Journal of Management and Economics**, [s.l.], v. 53, n. 4, p. 61-76, out.-dez. 2017. Disponível em: <<https://content.sciendo.com/view/journals/ijme/53/4/article-p61.xml>>. Acesso em: 12 nov. 2018.

VALE, E. M. Melhorias para a dívida pública e para a sociedade decorrentes da participação estrangeira na dívida pública mobiliária federal interna. **Tesouro Nacional – Texto para Discussão No 6/2012.** Brasília, 2012. Disponível em: <<http://www.stn.fazenda.gov.br/documents/10180/210570/TD6.pdf>>. Acesso em: 3 dez. 2018.

VALENTE, G. BRICS podem criar agência de classificação de risco. **O Globo**, Rio de Janeiro, 14 out. 2016. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/brics-podem-criar-agencia-de-classificacao-de-risco-20287848>>. Acesso em: 17 dez. 2018.

VEJA. **Quando a nota sobe, agência de classificação de risco é boa – e quando cai, não?** São Paulo, 10 set. 2015. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/economia/quando-a-nota-sobe-agencia-de-classificacao-de-risco-e-boa-e-quando-cai-nao/>>. Acesso em: 04 abr. 2019.

WHITE, L. J. Credit rating agencies and the financial crises: less regulation of CRAs is a better response. **Working Paper 10-03.** [s.l.], 2010a. Disponível em: <http://w4.stern.nyu.edu/economics/docs/workingpapers/2010/White_Credit%20Rating%20Agencies%20for%20JIBLR.pdf>. Acesso em: 29 set. 2018.

_____. The credit rating agencies. **Journal of Economic Perspectives**, [s.l.], v. 24, n. 2, p. 211-226, Spring 2010b. Disponível em: <<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.24.2.211>>. Acesso em: 25 fev. 2018.

_____. Credit rating agencies: an overview. **Annual Review of Financial Economics**, [s.l.], v. 5, p. 99-122, nov. 2013. Disponível em: <<https://www.annualreviews.org/doi/10.1146/annurev-financial-110112-120942>>. Acesso em: 27 jan. 2018.

WOLF, M. Por que novas crises financeiras são inevitáveis. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 27 mar. 2019. Tradução de Paulo Migliacci. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/martinwolf/2019/03/por-que-novas-crises-financeiras-sao-inevitaveis.shtml>>. Acesso em: 03 abr. 2019.

WOOD, E. M. **Democracia contra capitalismo.** Tradução de Paulo Cezar Castanheira. 1 ed. São Paulo: Boitempo, 2003.

XIA, H. Can investor-paid credit rating agencies improve the information quality of issuer-paid rating agencies? **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 111, n. 2, p. 450-468, fev. 2014. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X13002778>>. Acesso em: 23 fev. 2018.