

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

RICARDO LENGLER VELAZQUEZ

**PERIGO MORAL NA CRISE FINANCEIRA DE 2007-2008:
AS AGÊNCIAS DE *RATING***

Porto Alegre

2011

RICARDO LENGLER VELAZQUEZ

**PERIGO MORAL NA CRISE FINANCEIRA DE 2007-2008:
AS AGÊNCIAS DE *RATING***

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

Porto Alegre

2011

RICARDO LENGLER VELAZQUEZ

**PERIGO MORAL NA CRISE FINANCEIRA DE 2007-2008:
AS AGÊNCIAS DE *RATING***

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovado em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2011.

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht - orientador
UFRGS

Prof. MSc. Ario Zimmermann
UFRGS

Prof. Dr. Stefano Florissi
UFRGS

Dedico à minha família que me ensinou o valor do conhecimento e do aprendizado.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Nilsy e Carlos, pelo apoio e amor incondicionais

Aos meus irmãos, Débora e Diego, pela ajuda em momentos difíceis.

Aos meus colegas da faculdade, pelas contribuições em meu trabalho e pelas inúmeras discussões que ajudaram a moldar o economista que sou hoje.

Ao meu orientador, Ronald, pelas ideias e pelo conhecimento compartilhado.

Muito obrigado.

RESUMO

Este trabalho apresenta uma avaliação do impacto que as agências de *rating* norte-americanas – Moody's, Fitch e Standard & Poor's – tiveram no desenvolvimento e surgimento da crise financeira de 2007-2008. Ele usa a teoria da economia da informação para identificar falhas de mercado denominadas de perigo moral, que surgiram entre as relações de diversos agentes econômicos com essas agências. O estudo ateu-se aos agentes mais representativos da economia: órgãos reguladores, instituições financeiras de diversos fins e investidores em geral. A análise é focada no período imediatamente anterior à crise, contudo apresenta informações que remontam a outros períodos. Apresentamos brevemente a teoria da economia da informação e de perigo moral especificamente. Avaliamos as peculiaridades dessa crise em um contexto histórico. Identificamos uma série de situações de perigo moral que dificultam o trabalho e a divulgação para o mercado das avaliações feitas por empresas de classificação de risco. Tais problemas surgiram através de fatores que aumentavam a assimetria de informação no mercado de *rating*. Dentre alguns deles, citam-se: fraco marco regulatório, que não pune comportamentos trapaceiros; forte intervenção estatal, que diminui a concorrência neste nicho, em especial, e até mesmo a intervenção de emissores de títulos junto às agências. Posteriormente são descritas algumas sugestões de caminhos a serem seguidos com o objetivo de resolver tais problemas.

Palavras-chave: Assimetria de informação, perigo moral, agências de *rating* e crise financeira.

ABSTRACT

This essay is an assessment of the impact that American rating agencies – Moody's, Fitch, Standard & Poor's – had on the rise and appearance of the financial crisis of 2007-2008. It uses the economics of information theory to identify market failures known as moral hazard that showed up between various economic agents with these agencies. This study stuck itself to the most representative economic agents of the economy: regulators, financial institutions of multiple purposes and general investors. The analysis is focused on the preceding period of the crisis, however it presents information that goes back further. We briefly present the economics of information and moral hazard theories. We assess the peculiarities of this economic crisis on a historic context. We identify a series of moral hazard situations that interfere in the production and disclosure of the assessments made by the rating agencies to the market. These problems emerged through conditions that increased the information asymmetry in the rating market. Some of them are: weak regulatory system, which do not punish rogue behavior; strong government intervention, which reduces market competition and even intervention of securities issuers in rating agencies. Lastly some suggestions of paths to be followed are described with the intent of solve those problems.

Keywords: asymmetric information, moral hazard, rating agencies, financial crisis

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.1 OBJETIVO, HIPÓTESE E RELEVÂNCIA DO TRABALHO	9
1.2 ESTRUTURAÇÃO DO TRABALHO.....	10
2 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E O PERIGO MORAL	12
2.1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO.....	12
2.2 PERIGO MORAL	17
3 A CRISE FINANCEIRA DE 2007-2008 E SEUS FUNDAMENTOS	29
3.1 AS ORIGENS DA CRISE.....	29
3.2 SECURITIZAÇÕES E A ESTRUTURA DOS PRODUTOS FINANCEIROS	34
3.3 OUTRAS CONSIDERAÇÕES.....	40
4 AS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i>	45
4.1 ESTRUTURA DE MERCADO E O FUNCIONAMENTO DAS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i>	45
4.2 INCENTIVOS E PERIGO MORAL.....	52
4.3 POSSÍVEIS SOLUÇÕES.....	54
5 CONCLUSÃO	58
REFERÊNCIAS	60

1 INTRODUÇÃO

O foco central do trabalho é a análise de como os agentes do mercado financeiro norte-americano interagem entre si, procurando identificar problemas de assimetria de informação inerentes a essas relações. Por agentes do mercado financeiro entende-se: agências de *rating* (ARs), empresas seguradoras, instituições bancárias comuns e de investimento e órgãos reguladores – como a *Securities Exchange Commission* e o *Federal Reserve*. A análise deter-se-á ao intervalo de tempo anterior à crise dos ativos *sub-prime* de 2008, a partir do momento em que foram forjadas as bases dessas relações, até o instante em que os problemas econômicos começaram a ser sentidos em todo o cenário macroeconômico. Limitar-nos-emos apenas ao mercado financeiro norte-americano e aos maiores atores atuando nele.

1.1 OBJETIVO, HIPÓTESE E RELEVÂNCIA DO TRABALHO

O principal objetivo do trabalho é identificar e analisar os problemas de assimetria de informação que envolvem as agências de *rating* – ARs - e outros agentes econômicos que usam seus serviços. Procuraremos nos deter nos casos de perigo moral presentes nas funções e nas avaliações dessas agências.

Nossa hipótese diz respeito à má formulação dos incentivos que regem o funcionamento do mercado de *rating*. Acreditamos que essa má elaboração levou a comportamentos disfuncionais por parte dos agentes participantes desse nicho. Essa estrutura acabou por gerar uma série de situações caracterizadas como perigo moral e que conduziram as ARs a produzir serviços de má qualidade além de levar a conseqüências de outras naturezas. Uma dessas seria o surgimento e o agravamento da crise financeira de meados da primeira década do século XXI.

A relevância deste trabalho encontra-se no fato de que os econômicos intermediários como as agências de *rating* são fundamentais para um funcionamento

transparente das relações comerciais em toda a economia. São agentes como estes que, em tese, atenuariam problemas de assimetria de informação - diminuindo custos de transação – e desta forma melhorando a dinâmica da economia, facilitando o fluxo de capitais, e por fim, aumentando a produção de riquezas. Portanto, um conhecimento profundo de como eles operam e como se relacionam com o mercado é crucial para a criação de ferramentas legais e institucionais que promovam um funcionamento fluido e otimizado do último.

1.2 ESTRUTURAÇÃO DO TRABALHO

O trabalho foi formulado no intuito de apresentar, ainda que brevemente, todas as ideias necessárias para a compreensão do tema. Em primeiro lugar, apresentamos o instrumental teórico econômico que será usado posteriormente na análise do objeto do trabalho. Ainda, mostramos um caso clássico de perigo moral muito usado na literatura, do mesmo modo que faremos uma análise breve dos inúmeros conflitos de interesse que surgem a partir dele. Posteriormente, tratamos da crise financeira de 2007-2008. Abordamos as questões que dizem respeito às suas origens, suas peculiaridades; damos enfoque aos novos produtos financeiros de alta complexidade, tidos por muitos como um dos pilares do problema; comentamos um pouco do papel dos reguladores, como agentes atuantes no mercado financeiro, e, ainda, fazemos uma breve menção ao cenário internacional. Depois, explicamos o funcionamento do mercado de *ratings* nos Estados Unidos, dando ênfase às principais agências de classificação de risco: Moody's; Standard & Poor's e Fitch. Nessa parte trabalhamos as questões peculiares do mercado de avaliações de risco de crédito e como elas foram evoluindo ao longo do tempo, culminando em uma série de problemas que conduziram essas empresas a classificações pouco representativas e que ofereciam poucas informações novas à economia – quando não erradas. Desta forma, identificada a possibilidade de comprometimento na sua eficácia, indicamos propostas para a resolução deste problema e para a melhoria da qualidade dos serviços prestados pelas ARs. Por fim,

na parte final, traçamos as nossas conclusões com base em nossos achados e através da bibliografia.

2 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E O PERIGO MORAL

Neste capítulo, será apresentado arcabouço teórico que envolve o trabalho. Na primeira secção, explicar-se-á, em termos gerais, a teoria de assimetria de informação. Na segunda secção, será dado um enfoque maior ao caso específico de perigo moral - ou *moral hazard* -, apresentando a situação e alguns exemplos peculiares a ele.

2.1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

Alguns dos mais clássicos exemplos de problemas no funcionamento dos mercados são aqueles oriundos da falha de mercado denominada assimetria de informação. Ela se caracteriza, em resumo, pela diferença de qualidade e/ou quantidade de informação em que as várias partes envolvidas na transação - seja entre um ofertante de serviço ou produto e seu demandante – encontram-se (MOLHO, 2003). Caso estivessemos falando de um caso de mercado perfeito, essa situação não aconteceria, já que é pressuposto de uma economia de competição perfeita a posse de informação completa por todos aqueles envolvidos nas trocas, sendo todos, tanto firmas quanto consumidores tomadores de preços.

Infelizmente não podemos lidar com esta situação, pois seria um absurdo imaginar que algum indivíduo ou entidade possuísse toda informação pertinente a uma relação comercial; e seria ainda mais improvável imaginar um cenário em que todos os envolvidos nessa relação possuíssem tais conhecimentos. É com base nessa premissa que foram formulados os modelos de assimetria de informação. Neles é estipulado que sempre há um agente em posse de mais informações – ou com informações de melhor qualidade - em relação a outro. O agente ou o lado que possuir melhor informação diz-se ter informação privada (NICHOLSON, 2008).

Existem inúmeras fontes de assimetria de informação. Uma muito comum é a amplamente conhecida como informação interna. Ela diz respeito, por exemplo, à

informação que um indivíduo possui sobre si mesmo e que não é compartilhada com mais ninguém. Essa situação é muito frequente nos casos de seguro de saúde. Um cliente procurando um seguro de saúde sabe muito mais sobre a sua condição médica e a de sua família do que a própria empresa. Neste caso, indivíduos que apresentam ou acreditam ter boa saúde não procurariam este tipo de serviço, uma vez que não haveria a necessidade de pagar por algo que, em tese, não seria utilizado. Sendo assim, somente os indivíduos que tenham ou acreditam ter uma saúde em pior estado, e que teriam uma probabilidade maior de utilizar um serviço, gostariam de comprar um seguro de saúde.

As empresas de seguro de saúde, sabendo desse problema, criaram soluções que rompem essa “neblina” de assimetria de informação e que diminuem a distância de informação entre as duas partes. Uma delas é, por exemplo, o pedido, por parte das firmas, de que os seus futuros clientes submetam-se a exames médicos e forneçam os resultados à seguradora antes que os contratos sejam firmados. Desta maneira, as seguradoras têm em mãos as informações referentes ao estado de saúde seus assegurados, podendo, assim, construir um contrato de acordo com as características de cada um. Contratos mais coerentes com as condições dos clientes acabam diminuindo situações como prejuízos extraordinários - no caso da contratação de um seguro por um indivíduo doente - ou lucros extraordinários - no caso da contratação do serviço por um indivíduo saudável -. Assim, a empresa tem como calcular exatamente quanto cada cliente deve pagar pelo serviço, sem ter a necessidade de dividir os custos dos serviços entre todos os clientes. Caso isso não ocorresse, os poucos contratantes saudáveis do mercado não procurariam este serviço, deixando-o somente para aqueles com condições de saúde mais delicada, uma vez que esses teriam que pagar, em suas taxas, pela média dos custos de todos os segurados. Conseqüentemente, sabendo da existência de exames médicos prévios, o mercado de seguros de saúde não ficaria apenas povoado por indivíduos que apresentam problemas de saúde, já que as seguradoras poderiam selecionar bem os seus segurados (ARROW, 2003).

Contudo, existe um custo para as seguradoras conseguirem essas informações. Também há a dificuldade de obter dados médicos familiares referentes a doenças genéticas, como também informações relativas às escolhas e hábitos de cada um dos membros – por exemplo: dieta, prática de exercícios ou vícios como tabagismo ou alcoolismo. A seguradora pode condicionar o seguro a práticas e

hábitos saudáveis por parte dos segurados; entretanto, o preço a se pagar por tais informações pode tornar o negócio proibitivo.

Há também outras fontes de assimetria de informação. Uma muito comum diz respeito ao serviço que um agente presta. Nem sempre é possível que um comprador ou demandante de um serviço observe a qualidade de um serviço que contratou (MAS-COLELL, 1995). Muitas vezes o prestador do serviço sabe muito melhor sobre as questões inerentes ao seu trabalho, assim como o resultado que ele está oferecendo; o que não é de se estranhar, uma vez que ele foi contratado por suas habilidades diferenciadas no assunto. Um exemplo clássico é do mecânico de carro. Ele sabe muito mais sobre a real natureza dos problemas que o automóvel defeituoso apresenta, do que seu dono, estando, conseqüentemente, em uma posição vantajosa na hora de efetuar um reparo. Ele pode completar a tarefa de maneira pouco caprichosa, não honrando o valor pago pelo dono do carro, assim economizando tempo e diminuindo outros custos da operação, sem, contudo, repassá-los ao contratante do serviço.

Todas essas situações, identificadas como assimetrias de informação, podem acabar por se transformar em ineficiências econômicas. Uma vez que os participantes se comportem de maneira pouco transparente, elas aparecem. Contudo essas “fricções de mercado” - ineficiências - podem ser atenuadas, quando não resolvidas por completo - em alguns raros casos -. A solução para este impasse é feita através do desenvolvimento de contratos que entrelaçam todas as partes envolvidas nos negócios. Esses contratos funcionam a partir de algumas premissas bem simples e claras. Na maioria dos casos, elas giram em torno de contrapartidas. Toda vez que um seguro for acionado, por exemplo, a seguradora pode exigir que uma parte dos gastos seja transferida para o titular do contrato, ou seja, caso alguém queira ser reembolsado de alguma forma, essa pessoa terá que pagar pelo reembolso. Desta forma, o titular pensará duas vezes antes de acionar o seguro e provavelmente procurará ter uma postura mais cuidadosa com relação aos itens segurados.

No sentido de simplificação e entendimento desses problemas, foram desenvolvidas terminologias e modelos. Todos eles se baseiam no modelo de agente-principal (NICHOLSON, 2008). Este nada mais é que uma simplificação extrema de uma relação de mercado entre apenas um ofertante e um demandante. O modelo chama de *principal* a parte que propõe o contrato. A parte designada de

agente é aquela que decide aceitar ou não o contrato proposto. Normalmente, ela é a parte envolvida com assimetria de informação. Para facilitar a explicação, são usados os termos “ela” para o principal e “ele” para o agente.

Existem dois modelos de assimetria de informação considerados principais. O primeiro, como já descrito anteriormente no caso do seguro de saúde, é chamado de seleção adversa. Ele procura explicar a informação superior que o agente possui, antes que seja firmado um contrato com a principal. Esse conhecimento é chamado de tipo-escondido. O segundo modelo procura explicar as ações do agente durante o tempo em que o contrato está em vigor. A assimetria de informação surge quando a principal, mesmo observando os resultados oriundos do trabalho do agente, não consegue perceber as atitudes diretamente. Esse modelo é denominado de perigo moral e essa (PINDYCK, 2008). Seguem, no Quadro 1, alguns exemplos desses casos.

PRINCIPAL	AGENTE	INFORMAÇÃO PRIVADA DO AGENTE	
		<i>Seleção Adversa</i>	<i>Perigo Moral</i>
Acionistas	Executivo	Habilidades em gestão	Esforço, decisões executivas
Executivo	Empregado	Habilidades de trabalho	Esforço
Proprietário de um carro	Mecânico de carros	Habilidades, severidade do problema	Esforço, reparos desnecessários
Torcedor de time de futebol	Jogador	Talentos inatos, habilidades esportivas	Preparação do condicionamento físico
Cidadão Seguro de saúde	Político Segurado	Idoneidade Problema médico pré-existente	Corrupção, ética Atividade ariscada
Pai	Filho	Moral	Delinquência

Quadro 1 - Aplicações do modelo Agente-principal

Fonte: Elaboração própria (2011)

A principal tem a possibilidade de propor um contrato ao agente que maximize o excedente conjunto dos dois, mas que deixe a maior parte para ela, ao contrário do agente, que recebe apenas o excedente necessário para deixá-lo indiferente entre assinar este contrato ou outro qualquer. Essa situação é chamada de *first-best*, e esse contrato é chamado de: contrato *first-best*. Contudo, não é fácil imaginar um cenário em que isso seja razoável, ainda mais possível, uma vez que é factível somente em um ambiente de informação completa, ou seja, em que todas as partes detêm informações totais sobre as questões envolvidas nas trocas. Ele é se torna

hipotético, basicamente, pois a principal não detém as mesmas informações que o agente. Uma situação mais adequada seria uma que envolva restrições às informações pertencentes à principal - *second-best* -. Sujeita a essas restrições, ela teria de propor um contrato diferente - contrato *second-best* e que proporcionasse parcelas diferenciadas dos excedentes para cada parte. Muito provavelmente, também, haveria modificação do excedente total. Analisando os dois cenários e os dois tipos de contratos, é possível quantificar a redução no total de bem estar devido à assimetria de informação (NICHOLSON, 2008). Seguindo essa linha de raciocínio, podemos concluir que, de acordo com aumentos na restrição de informação por parte da principal, há subsequentes níveis de cenários possíveis, cada um com diferentes níveis de excedente total. Dada a diferente natureza de cada um deles, seria necessária a formulação de contratos cada vez mais sofisticados, para que haja redução da disparidade de informação entre o agente e a principal.

Em razão da natureza deste trabalho, será dada ênfase somente a um modelo de assimetria de informação. No lugar de uma explicação de ambos os casos - seleção adversa e perigo moral - haverá uma explicação detalhada apenas da segunda. Como de costume na literatura, será apresentado um modelo matemático que ilustra um cenário de acordo entre o agente e a principal. Neste, ficarão claras as necessidades de cada um, assim como, de que maneira pode ser elaborado um contrato que resolva, na medida do possível, os problemas de assimetria de informação.

2.2 PERIGO MORAL

O modelo de perigo moral, como dito anteriormente, existe para explicar um problema de observação, por parte da principal, das ações e atividades que o agente faz ou deixa de fazer e que levam a consequências diretas aos resultados observados pela principal. Como estes são o real interesse da principal - que busca a maximização do resultado total - excedente total - e como as ações que conduzem a ele não são, em sua totalidade, observadas, a principal pode sentir-se no direito de criar mecanismos que conduzam o agente a ações mais produtivas e construtivas. Esse conjunto de mecanismos chama-se contrato (NICHOLSON, 2008).

Muitos exemplos poderiam ser citados e explicados neste trabalho, contudo esse não é seu objetivo. Neste sentido, escolhemos uma situação muito corriqueira na literatura de economia e cujas características elegem-na como a escolha ideal para o entendimento amplo e claro das várias nuances que envolvem o problema de perigo moral. A partir dela, poderemos abstrair o conceito que se delineia por trás e identificarmos outras situações que trataremos nas seções seguintes do trabalho. Desta forma, trataremos, em maiores detalhes, da relação Proprietário-administrador ou Acionista-empresário.

Nicholson (2008, p. 632) destaca:

Modern corporations may be owned by millions of dispersed shareholders who each own a small percentage of the corporations stocks. The shareholders – who may have little expertise in the line of business and who may own too little of the firm individually to devote much attention to it – delegate the operation of the firm to a managerial team consisting of the chief executive (CEO) and other officers. [...] The owner, who plays the role of the principal in the model, offers a contract to the manager, who plays the role of the agent.

Inúmeras formas de conflito podem emergir da relação entre proprietário-empresário. Estes se devem ao fato de que os objetivos um empresário – agente - diferem daqueles da principal (MOLHO, 2003). Uma vez que o agente não sofre as totais consequências por suas ações, já que a principal é afetada pelas

consequências tanto quanto ele mesmo. Essa situação é conhecida como *problema de agência*, e os custos associados com a esse problema são denominados *custos de agência*. Eles são manifestados na forma de *problemas de motivação* e são uma forma de custos de transação.

Podemos enumerar algumas dessas fontes, segundo (MOLHO, 2003):

- a) *regalias e preferência de despesas*: não é incomum que empresários tenham apreço por escritórios grandes, luxuosos carros ou jatos da empresa, assim como um grande número de assistentes. Apesar de afirmarem serem importantes para o seu trabalho, muitas desses aparatos não passam de mimos que não agregam nada ou quase nada à produtividade dos gerentes. Portanto, apesar de gerarem utilidade para estes, as regalias não representam nada mais que aumento de custos e diminuição da rentabilidade dos proprietários;
- b) *preferências de risco*: acionistas diversificam os seus portfólios de investimentos, dificilmente investem todo o seu capital em somente uma empresa. Isso se dá, já que é possível compensar as perdas de um investimento com ganhos em outro. O mesmo não ocorre com os empresários; eles possivelmente investem todo o seu capital-humano em somente uma empresa, uma vez que trabalham nela. Neste caso emerge mais uma fonte de conflito. A principal - acionista - e o agente possuem diferentes tipos de aversão ao risco. O acionista, que tem sua renda atrelada a várias fontes, comporta-se como alguém mais amante ao risco do que o empresário, que por sua vez depende somente dos retornos vindos dos resultados da empresa. Um caso disso seria a escolha entre dois projetos, um de alto risco e, conseqüentemente, de retorno e outro de baixo risco e retorno. O empresário, muito provavelmente, escolheria o segundo, dado o seu comportamento perante o risco, em contraste com os interesses dos acionistas que prefeririam a primeira opção;
- c) *preferências de lazer*: assim como outras pessoas, empresários são, normalmente, avessos a trabalhar arduamente, dando preferência ao lazer. Deste modo, ao fugir das tarefas, eles deixam de produzir para a empresa e, conseqüentemente, de reverter em dividendos aos acionistas;
- d) *preferências de tempo*: acionistas e empresários também discordam no que tange ao tempo em que gostariam de ver os seus rendimentos. Os

empresários prefeririam retornos de curto prazo, enquanto os acionistas dariam preferência àqueles de longo prazo.

Podemos, portanto, dizer que os objetivos do acionista, que nem sempre são os mesmos dos empresários (LAMBERT; LARCKER, 1985), define-se, basicamente, como maximização de riqueza ou maximização de lucro ou maximização do valor do acionista.

Existem, felizmente, alguns mecanismos que, na medida do possível, resolvem ou diminuem esses conflitos, procurando alinhar os interesses de acionistas e empresários. Dentre esses mecanismos, podemos destacar dois tipos: os mecanismos de controles de acionistas – interno - e os mecanismos de controle externo.

O mais conhecido, e provavelmente mais aplicado, sistema de controle é o de pagamento de acordo com resultados (ROSS, 1973). Uma vez que é praticamente impossível a observação das ações dos empresários pelos acionistas, estes contam somente com o controle dos resultados. Ou seja, caso queiram influenciar as atividades dos administradores, os acionistas têm de que condicionar o pagamento ou remuneração desses aos resultados que eles proporcionam. Esses benefícios se estenderiam desde bonificações em dinheiro, passando por divisão de lucros ou até mesmo doação das ações da empresa, ligando o pagamento do empresário com o valor da firma. Contudo, este tipo de abordagem não é garantia certa de controle dos dirigentes da empresa. Isso acontece pelo fato de resultados e pagamentos não estarem perfeitamente correlacionados – as firmas operam em ambiente de incertezas, em que é complexo garantir resultados. Portanto, quanto maior o grau de correlação entre os dois, mais eficiente será o incentivo de pagamento de acordo com resultados.

Uma questão muito importante que emerge disso é como a diferença de comportamento entre acionistas e administradores dificulta esse mecanismo de controle. Sendo o primeiro mais amante do risco do que o segundo, o empresário coloca-se em uma posição demasiadamente arriscada, no seu entender, caso siga as orientações dos acionistas. O objetivo de maximização dos lucros pode até ser atingido pelo gerente, mas isso será feito ao custo de um risco subótimo dividido entre as duas partes. Uma maneira sofisticada de se resolver este problema é conceder aos administradores opções de compra de ações da empresa no futuro por

um valor estabelecido no presente. Caso haja valorização no preço dessas, seria interessante para o gerente exercer o seu direito adquirindo esses ativos por um preço inferior ao de mercado.

Outra questão delicada surge quando é extremamente difícil, quando não impossível, enxergar atividades do gerente que devem ser avaliadas para que haja bonificações. Por exemplo, no caso de vendedores de seguros, os vendedores são apenas cobrados pela quantidade de apólices. Julgando estarem pressionados a vender o maior número dessas, os vendedores podem cometer o erro de vender “pacotes de seguros” inadequados para seus clientes ou de vender produtos para clientes mau pagadores. Desta forma, poderia estar aumentando o número de assegurados descontentes com os serviços, ou mais grave, poderia estar piorando o nível de inadimplência entre os clientes da seguradora. Sendo assim, um incentivo mal desenhado pode, não somente não criar benefício algum, como justamente o contrário, acabar gerando efeitos indesejados (MOLHO, 2003).

Também complicada de se resolver é a situação em que os salários, ou a remuneração do administrador, estão atrelados a objetivos ou metas, e toda vez que um deles for alcançado, há um aumento prefixado – gatilho - nos ganhos do gerente. O problema aparece justamente quando esse alvo é atingido, pois a partir deste momento, o gerente não tem mais incentivos para que haja significativas melhorias nos resultados, caso não julgue possível que outro objetivo seja alcançado, e com ele advenham aumentos na sua remuneração. Somente quando começar outro período avaliativo, o empresário terá incentivos para melhorar os resultados da empresa e assim alcançar novas metas. Desta forma, sabendo que seus aumentos nos ganhos estão atrelados a comparações com níveis históricos, o gerente pode deliberadamente agir de tal forma, que ao invés de maximizar os resultados da firma, ele estaria maximizando somente os seus ganhos (MOLHO, 2003). Diferentemente de buscar o melhor resultado possível durante um período, e conseqüentemente receber somente um aumento na sua remuneração, o administrador tenderá a fragmentar as melhorias durante o tempo e com isso receber sucessivos ganhos na sua renda. Agindo desta forma, o gerente estará, durante vários períodos, melhorando os resultados da empresa, criando para si uma reputação de profissional produtivo e ambicioso, mesmo que seu perfil verdadeiro não seja esse.

Contudo, os acionistas não podem contar somente em avaliações fundadas em dados sobre resultados. Uma observação mais aproximada das ações dos gerentes é essencial para tomadas de decisões relativas à formulação de contratos com os mesmos ou até para demissão deles, baseando-se em informações sobre sua má conduta. Para que haja esse monitoramento, os proprietários da firma devem estar dispostos a terem custos adicionais (JENSEN; MECKLING, 1976). A melhor maneira de os acionistas fazerem isso é balanceando esses custos com os benefícios, que resultam de melhores informações para produzir um nível ótimo de monitoramento que maximize os lucros conforme Molho (2003). Mesmo assim, as informações obtidas são incompletas, ainda deixando espaço para perigo moral.

Outra opção, desta vez menos sutil, para criar-se um clima mais profissional e produtivo no ambiente de trabalho dos empresários é a constante lembrança de que, caso haja um desvio de conduta destes, os proprietários da empresa podem demiti-los e tomarem seus lugares. Essa medida - pouco usual – denomina-se faça-você-mesmo. A dificuldade em tomá-la é justamente o motivo pelo qual a relação agente-principal foi criada. Neste cenário, como das partes envolvidas – agente - é presumidamente mais especializada ou indicada para uma tarefa, explica-se por que ela tomaria o lugar da outra – principal - para agir em seu nome. Essa especialização aumenta produtividade e diminui custos, conseqüentemente o retorno do principal para o lugar do agente mostrar-se-ia contraproducente no sentido de obtenção de resultados (MILGROM; ROBERTS, 1992).

Oferecer um salário eficiente também é uma maneira inteligente de criar incentivos para que o gerente não aja incorretamente. Neste caso, é oferecido ao administrador um salário que seja somente um pouco maior do que a concorrência esteja oferecendo. Diferente dos pagamentos baseados em desempenho, este é fixo e não está atrelado a objetivos. Uma vez acordado isso, o empresário terá muito a perder em caso de má conduta, já que não encontrará no mercado uma remuneração tão boa quanto a que recebe (SHAPIRO; STIGLITZ, 1984). Entretanto, este modelo de incentivo é extremamente custoso aos acionistas, que veem boa parte de seus lucros irem para o pagamento do seu CEO. É possível, em alguns casos, não valer a pena tal tipo de abordagem, dando-se preferência a outros tipos de mecanismos de controle e observação das ações dos administradores.

Aumentos salariais por tempo de serviço também são alternativas para se diminuir problemas de perigo moral (LAZEAR, 1979). Uma vez sabido, que os

retornos por longos períodos de serviço são superiores àqueles obtidos por aumentos no capital humano, cria-se a cultura de manter-se no mesmo emprego pelo maior tempo possível. Sendo assim, todo funcionário da empresa terá muito a perder caso seja pego roubando ou agindo de forma antiprofissional, pois sabe que nesses casos pode ser demitido, perdendo, assim, acréscimos - na renda - superiores a qualquer investimento que poderia ter feito em si.

O ambiente corporativo de alta competitividade leva o empresário a não se sentir confortável na posição em que está, pois sempre há alguém que pode substituí-lo da mesma forma que ele pode vir a substituir alguém de um cargo superior. Associada a isso, existe a avaliação dos resultados de uma equipe de gerentes, que, caso não corresponda às expectativas dos proprietários da empresa, podem embasar uma possível troca de gerência, por um time mais produtivo. Contudo, nem sempre mudanças na administração ocorrem pelas vias mais comuns. Mecanismos de controle externo também são cruciais para manter as ações dos gerentes no caminho certo. Ameaças de aquisição de uma firma podem ter efeitos muito desejáveis, como assinala nesse sentido Molho, (2003). Imagine que um grupo de empresários falhe em maximizar os resultados de sua firma. Uma queda nos lucros e correspondente queda na demanda pelas ações da empresa levam a desvalorizações acionárias. Identificando isso, um grupo de investidores pode se aproveitar da subvalorização da empresa, comprando-a no mercado financeiro. Após a aquisição, os novos proprietários, conhecedores da má administração anterior, podem demitir o time antigo repondo-o por um novo. Entretanto, essa ameaça externa possui intercorrências que atrapalham a eficácia desse mecanismo:

- a) *custos de procura*: nem sempre uma desvalorização do preço das ações de uma firma está ligado a uma má gestão. Problemas no mercado em que ela atua podem levar a um desempenho ruim, tal como uma inesperada queda na demanda pelo serviço/produto ofertado pela firma, ou ainda um aumento nos preços dos insumos usados do processo de produção. É difícil identificar qual é o real motivo responsável pelo resultado. Nesse sentido, os possíveis compradores têm de gastar com a coleta de dados que os informarão a respeito da situação. É possível que se investigue uma firma e se descubra, no final, que não houve má administração, e, portanto perdeu-se dinheiro no processo (MOLHO, 2003).

- b) *custos de campanha*: supõe-se que um grupo de investidores acabe descobrindo uma firma com problemas de gestão. O processo de aquisição desta implica custos – campanha publicitária, questões judiciais e regulatórias, críticas dos antigos gestores e etc. – e por isso, é preciso avaliar se tudo o que foi gasto em no processo terá retorno ou se esses custos serão superiores aos possíveis ganhos após a reestruturação da empresa. Esses custos oferecem uma margem de ineficiência aos antigos gestores, pois caso eles sejam pequenos demais, facilmente alguém de fora poderá fazer uma oferta de compra (YARROW, 1976).
- c) *ofertas rivais*: caso uma oferta de aquisição seja feita, ela pode atrair rivais para a firma objetivo. Os concorrentes colocam-se em uma posição de vantagem - *free-riding* -, uma vez que não precisaram incorrer em custos de procura para encontrar uma firma com potencial de investimento; eles podem simplesmente identificar essas firmas observando quais são as empresas que estão recebendo ofertas de compra. Como não tiveram gastos com uma investigação, têm, portanto, mais capital para oferecer em sua oferta do que a firma inicial. Sendo assim, a oferta inicial tende a falhar o que leva a crer que não há vantagem em lançar-se à frente em busca por novos investimentos, já que alguém pode se aproveitar do trabalho e seu esforço. Esse problema pode culminar no não funcionamento do mecanismo de ameaças de aquisição (STIGLITZ, 1985).
- d) *acionistas free-riders*: suponhamos que seja feita uma oferta externa para comprar as ações de uma empresa, e que esses compradores farão a aquisição por um valor X^1 . Eles acreditam que ela valerá mais que isso - X^2 , $X^2 > X^1$ - após as reformulações planejadas. Contudo, nem todos os antigos acionistas podem acreditar que seja um bom negócio vender as suas ações por um valor X^1 , sendo que em um futuro próximo elas valerão X^2 , sem que eles tenham feito alguma coisa para valorizar suas partes. Isto posto, alguns desses acionistas preferirão não vender seus ativos beneficiando do trabalho dos outros (GROSSMAN; HART, 1980), e se o número deles for suficientemente grande, a oferta de aquisição pode falhar, já que o novo proprietário não terá o controle de uma parte substancial da empresa. Uma maneira de driblar esse problema é com os direitos de aquisição compulsória. Uma vez que um investidor faça uma oferta pelas ações e adquira uma

parcela pré-estipulada das ações da empresa - digamos 90% de todas as ações, como é o caso da legislação inglesa – então ele recebe o direito de compra do restante das ações pelo valor acordado anteriormente com a maioria dos acionistas (VICKERS; YARROW, 1988);

- e) *maldição do vencedor*: o verdadeiro valor por trás de uma empresa só é descoberto após a sua aquisição. Até então, os rivais pela aquisição apóiam-se somente em cálculos estimados do valor. Com base nisto as ofertas são formuladas. Deste modo, é de se crer que uma média entre todas elas se aproxime bastante do valor exato. Contudo, não é a oferta média que vence a concorrência, mas sim a oferta mais alta. Portanto, pode-se imaginar que esta esteja baseada em expectativas superestimadas. Assim, o vencedor, possivelmente, terá menos lucros, quando não prejuízos (MILGROM; ROBERTS, 1992). Um problema desses pode, também, desestimular uma aquisição;
- f) *problemas dos limões*: alguns dos proprietários da firma provavelmente sabem mais sobre o real valor da firma do que os possíveis compradores. Aqueles que estiverem interesse em vender as suas ações somente o farão se o comprador pagar um valor acima daquele que julgam ser o verdadeiro. Desta forma, muito provavelmente o novo proprietário acabará por adquirir um “limão” (STIGLITZ, 1985). Sabendo dessa possibilidade, o investidor não terá incentivo para lançar-se em uma oferta de compra;
- g) *defesas contra aquisições*: os gerentes da empresa podem agir de forma a preservar os seus interesses no caso de uma eventual aquisição da empresa por alguém de fora. Eles podem fazer *lobby* junto a políticos e autoridades para que a aquisição seja objeto de escrutínio - obviamente um meio de intimidar possíveis compradores. Podem ainda ameaçar o comprador de achar um “cavaleiro branco”, que seria responsável por salvar a firma dessa venda com uma fusão amigável e que desfrutaria de “custos de reorganização pós-fusão” (MOLHO, 2003). Uma particular seria a manobra de conluio, em que os gerentes atuais entram em acordo com os compradores prometendo comprar as ações destes por um preço superior ao atual futuramente em troca de manutenção - nem que seja temporária - da atual diretoria. Assim os investidores garantem algum lucro fácil e rápido e os

gerentes o próprio emprego. Mais uma vez o mecanismo de ameaça de aquisição pode vir a falhar;

- h) *imunidade*: determinadas empresas possuem características que as tornam imunes – ou quase isso – no que diz respeito a ameaças de aquisição. De acordo com Molho (2003), firmas muito grandes e de muito impacto na economia podem exigir um esforço financeiro tamanho para que sejam vítimas de uma aquisição, que talvez não haja nenhuma instituição financeira, que possa dar garantias para tal empreendimento. Ainda, os diretores podem também incorrer em manobras descritas no item (f);
- i) *aproveitamento*: quando a diretoria atual percebe que não há nada que possa ser feito para parar a compra, ela pode come começar a agir de forma pouco profissional, diminuindo propositalmente a sua produtividade (MOLHO, 2003).

Além de ameaças de aquisição, a diretoria da firma pode sentir-se coagida a manter um comportamento mais adequado de outras formas. Do mesmo jeito que acionistas - proprietários - de uma empresa possuem o direito de obter informações com relação às ações dos seus funcionários e de cobrá-los a partir destas, existem outras partes com direitos semelhantes, contudo sem tantas dificuldades para exercê-los conforme Stiglitz (1985). Os credores, por existirem em menor número em relação aos acionistas, não sofrem tanto com problemas de *free-riding*. Ao mesmo tempo, por estarem financeiramente vinculados à empresa – dividindo suas perdas em caso de prejuízo – tornam-se grandes motivadores de um comportamento profissional e produtivo entre os gerentes da empresa. Eles detêm inúmeras maneiras de incentivar isso, algumas mais e outras menos sutis. Em última análise, podem sempre fazer *ameaças de falência*, que levam a consequências desastrosas à diretoria de firma. Entretanto, como já se era de imaginar, também existem problemas envolvendo esse mecanismo como frisa Molho (2003):

- a) *ineficácia de controles de empréstimo*: mesmo que o credor seja visto como um ótimo fiscalizador das ações dos gerentes, ele sofre do mesmo problema que o acionista também sofre, a assimetria de informação. Desse modo, a obtenção de informações, assim como o controle do comportamento dos diretores, tem custos. Também é importante lembrar que, mesmo parecidos, os interesses entre acionistas e credores são distintos. Os primeiros estão interessados em lucros e no aumento do valor da empresa, já os segundos

procuram apenas garantir que seus empréstimos sejam pagos com juros, nem que para isso pressionem a diretoria por projetos menos lucrativos, contudo menos arriscados. Portanto, a influência de credores sobre os gerentes pode levar a posturas mais avessas ao risco em detrimento de outras que deem preferência à maximização dos lucros;

- b) *ineficácia de ameaças de falência*: apesar desse tipo de ameaça ter grande impacto na postura dos gerentes ela pode sofrer com interferências externas. Por exemplo, em caso de grande crescimento econômico, ela pode ser vista como vazia, diferentemente de situações de depressão. Ainda, sendo inevitável a falência, a diretoria pode vir a comportar-se de forma improdutiva, procurando gozar mais dos prazeres e benefícios de sua posição do que manter uma postura profissional e correta – como já foi explicado anteriormente em caso de aquisição. Ou os empresários podem valer-se do tamanho e importância que a sua empresa tem na sociedade, para intimidar qualquer tipo de ameaça deste tipo – como também foi visto em situações de aquisição –, pois o governo agir de maneira a salvar a empresa como já comprovado inúmeras vezes na história.

Em última análise, o grau de endividamento de uma firma é decidido pela diretoria. Caso esta julgue estar perdendo muito sua autonomia, ela pode escolher outra forma de financiamento, como novas aberturas de capital ou através de lançamento de outros títulos como indicado por Vickers e Yarrow (1988). Em contrapartida, diretorias que decidem por alto grau de endividamento podem estar sinalizando um comportamento mais adequado (STIGLITZ, 1985).

A *pressão dos mercados* também age como um mecanismo de controle do comportamento dos empresários de uma empresa. Supondo-se um ambiente de concorrência perfeita, empresas ineficientes seriam expulsas do mercado caso não se adequassem. Assim, diretorias incompetentes ou ineficientes sofreriam com a competição e seriam obrigadas a tornarem-se mais produtivas e profissionais. Contudo, novamente, há problemas com esse mecanismo. Em primeiro lugar, de acordo com Jensen e Meckling (1976), é pouco provável que a competição tenha o mesmo efeito sobre todas as empresas de todos os segmentos do mercado, nem que todas elas sofram com problemas de agência. Do mesmo jeito, não é muito racional acreditar que existe concorrência perfeita. Mesmo que haja ineficiência da

diretoria, algumas características do mercado em que ela atua, podem protegê-la de sofrer com a concorrência (MOLHO, 2003).

Também se acredita que exista uma característica presente do mercado de trabalho de gerentes, que influencie estes a se comportarem da melhor forma possível em seus cargos. Ela é chamada de *efeitos de reputação*, e funciona de forma simples: o quanto mais produtivo e profissional o administrador trabalhar, melhor será o resultado da firma, e melhor será a sua reputação. Para ele os resultados são vistos facilmente: aumentos salariais, promoções entre outras formas de reconhecimento de seu mérito. Atitudes diferentes dessas levam a consequências diferentes, podendo inclusive acabar em demissão do mesmo. Ambos os caminhos escolhidos se tornar-se-ão conhecidos pelo mercado, tendo, portanto, impacto no futuro profissional do gerente. Dessa forma, tem-se o incentivo de trabalhar com mais afinco, procurando melhorar as perspectivas futuras de emprego e salários (FAMA, 1980).

Outra nuance importante desse mercado é o monitoramento mútuo entre empresários. Uma vez que o resultado como todo depende da soma de todos, há o incentivo que cada um observe atentamente o comportamento do outro. Subordinados precisam saber exatamente o que os seus superiores estão fazendo – ou não –, pois podem, cedo ou tarde, substituí-los. Chefes devem prestar atenção em seus subordinados, pois sua incompetência pode atrapalhar as suas ordens sua reputação. Todavia, para que esse mecanismo funcione, o sistema de precificação do comportamento do administrador – como é calculado o salário dele – esteja funcionando perfeitamente. Desta forma as ações de todos recebem os seus devidos valores (MOLHO, 2003). O problema é que, em um cenário de perigo moral, quando somente o resultado final coletivo é avaliado, um comportamento disfuncional pode passar despercebido no meio de tantos outros mais produtivos. Assim, pode-se entender que os preços – salários – não estejam de acordo com as ações do indivíduo, uma vez que os funcionários podem valer-se do esforço dos outros.

Ainda, um gerente que esteja preocupado com seu currículo não necessariamente pode estar apresentando o melhor trabalho possível para a empresa. Com medo de cometer grandes erros, ele pode evitar dar continuidade a projetos de alta complexidade e risco, mesmo que possam trazer grandes lucros, já que se falharem pode significar grande prejuízo para a sua reputação

(HOLMSTROM; RICARD I COSTA, 1986). Ele pode certificar-se que a culpa por determinados problemas de responsabilidade dele recaia sobre outros, além de garantir para si o crédito pelos acertos alheios. Alguns gerentes podem, ainda, agir de tal forma que sempre tenham uma justificativa para seus erros. Com o receio de trilhar caminhos pouco conhecidos, eles podem, simplesmente, mimetizar as ações de seus pares em outras firmas. Desta forma, caso algo dê errado, e eles precisem se explicar, os administradores podem sempre dizer que fizeram exatamente como os outros estavam fazendo.

Identificando e explicando essas várias situações e problemas inerentes a esse caso específico de agente-principal – envolvendo o proprietário(s) de uma empresa, como o principal(is), e os gerente(s) ou administrador(es) dela, como agente(s) – fica fácil demonstrar o quão complexo tal relacionamento pode ser. Outros exemplos deste modelo – que serão explorados nas seções seguintes - não fogem a essa regra. Provavelmente todos sofrem com problemas de agência e possuem suas próprias maneiras de contorná-los. Contudo, mesmo que diferentes em sua apresentação, esses outros problemas são regidos pelos mesmos princípios e regras que funcionam por trás das situações do exemplo acima e que, portanto podem ser tratados da mesma forma.

3 A CRISE FINANCEIRA DE 2007-2008 E SEUS FUNDAMENTOS

Neste capítulo será apresentado pano de fundo em que se insere o objeto do trabalho. Explicaremos as principais nuances da última crise financeira. Na primeira seção, indicaremos como foi alicerçada e de onde surgiram os fatos que culminaram nesse problema. Na segunda, serão explicados como funcionam os novos produtos financeiros, alguns dos principais alvos de críticas. Na última serão feitas algumas considerações finais referentes a esse tema.

3.1 AS ORIGENS DA CRISE

Toda crise financeira ancora-se, fundamentalmente, em uma má avaliação sobre algum ativo. Dois exemplos clássicos são a bolha das tulipas, na Holanda, em 1630; e a bolha das “*ponto com*” no início do século XXI. A primeira surgiu a partir da supervalorização do preço das flores negociadas na bolsa de valores holandesa, e a segunda formou-se durante a euforia do mercado com as empresas de alta tecnologia que surgiram no fim do século XX nos EUA. A última crise não fugiu a regra das demais e teve seus alicerces construídos a partir do mercado de imóveis norte-americano, assim como nos outros casos, supervalorizado.

São creditados ao constante crescimento do valor dos imóveis e à crença que eles nunca iriam desvalorizar-se a culpa pelo surgimento e desenvolvimento dessa crise. Desde o ano de 1975 até 2006, o índice de preços criado pelo *Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO) (OFFICE OF FEDERAL..., 2008), que analisa o comportamento de preço dos imóveis, raramente indicou queda no valor desses ativos. Somente em 1981-82, esse índice caiu significativamente – muito pelo fato de ter sido durante um dos piores períodos de recessão no pós-guerra. De 1991 até 2007, foram registrados crescimentos em todos os trimestres. Ritmo esse que se intensificou fortemente nos nove últimos anos do período, chegando a uma taxa anual de quase 9% até 2005. Respondendo a um questionário

estruturado para este fim, a maioria dos americanos acreditava que investir em imóveis é a melhor opção para quem planeja um investimento de longo prazo, e pensam ainda que, dependendo da região o valor do bem pode variar até 15% ao ano (CASE; SHILLER, 2003).

A Figura 1 mostra que, entre 1975 e 1995, o preço real dos imóveis se comportou em ciclos, crescendo depois de 1975 e caindo após o início dos anos 80. Mais uma vez teve-se um período de crescimento com fim no início dos anos 90. O crescimento do preço mostrou-se superior à inflação do período, mas não muito mais. A partir dos anos 90, até 2005, o investimento em imóveis, não somente se tornou muito atrativo, pelos retornos, mas também por sua aparente percepção como um dos mais seguros dentre todas as possibilidades.

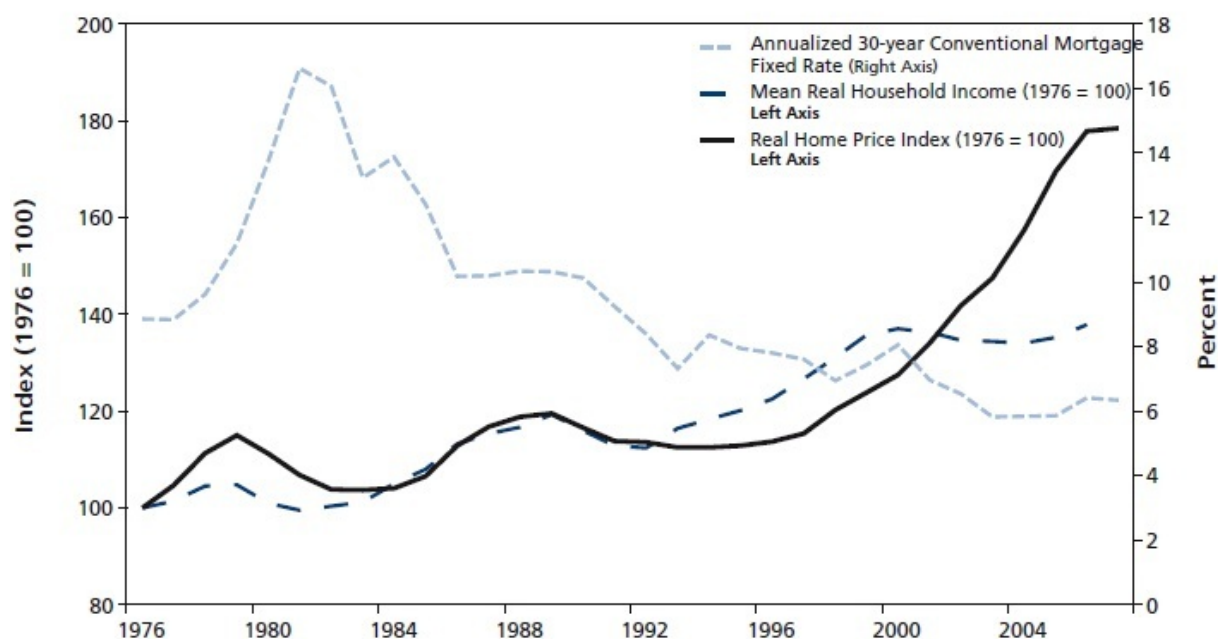


Figura 1 - Preços residenciais reais e renda doméstica real; Taxa de hipoteca convencional
Fonte: Bailez; Litan; Johnson (2008)

Um grande número de fatores influencia na demanda por imóveis residenciais. Contudo, três se mostram mais importantes nesse caso. O primeiro diz respeito ao entendimento da realidade pelas pessoas, e de como elas reagem a isso. Sabendo-se que os preços aumentam, é de se esperar que os preços futuros também aumentem, fazendo também com que os custos de manter uma propriedade caiam. À medida que as pessoas notam que, ano após ano, os preços continuam a subir, as suas expectativas futuras com relação aos preços também são

afetadas de forma a se criar, no seu imaginário, a perspectiva de crescimento perpétuo dos preços. O segundo motivo gira em torno do aumento da renda dos proprietários de casas. Esse aumento possibilita uma maior capacidade de endividamento via hipotecas. O terceiro e último trata das taxas de juros praticadas no mercado norte-americano. Elas vêm caindo continuamente desde meados da década de 80, e apesar dos juros reais (ajustados pela inflação) terem se mantido praticamente inalterados, as taxas nominais são as que importam no que diz respeito à aprovação de uma hipoteca, já que é baseado nelas que se conclui se um tomador de empréstimo tem a capacidade para pagá-la mensalmente (BAILEZ; LITAN; JOHNSON, 2008).

Um fato interessante é que esse comportamento dos preços das casas norte-americanas foi acompanhado em outros países. A partir do fenômeno global de declínio das taxas de juros, surgiu um aumento dos preços dos imóveis. No caso do Reino Unido, houve um aumento de quase 70% no valor das casas durante o período entre 1998 e 2007. Em outros lugares, após um aumento significativo neste intervalo de tempo, notou-se uma queda acentuada nos preços desses ativos. Isso já indicava que o caso dos EUA poderia ser de uma bolha financeira. Uma observação mais atenta de todos esses casos evidenciou, claramente, uma correlação entre o declínio das taxas de juros das hipotecas e o aumento dos preços das residências (GREEN; WATCHER, 2007).

Após a recuperação da crise financeira de 2001, o empréstimo via hipotecas cresceu rapidamente até chegar ao seu ápice. Durante esse período, os empréstimos eram contraídos, somente por pessoas com maiores possibilidades de cumprir os seus compromissos – retornando o dinheiro tomado ao seu dono. Isso aconteceu pelo fato dos juros estarem em queda, tornando viável, no primeiro momento, o empréstimo aos melhores pagadores. Esses títulos são chamados de *prime*, pois seriam os de melhor qualidade, aqueles de maior liquidez no mercado. Dificilmente não seriam pagos – não ocasionando em *default*. À medida que novos desses ativos foram sendo criados, e os juros foram caindo, a qualidade média das hipotecas também caiu, por estarem sendo contraídas por indivíduos com menos chance de quitá-las. Outra característica destas hipotecas *subprime* é a sua alta taxa de juros. Uma vez que o seu histórico de crédito não é tão bom, e a chance de *default* é maior, o tomador de empréstimo é obrigado a pagar uma taxa de juros maior. Segundo Bailez, Litan e Johnson (2008), esse movimento de inflexão ocorreu

em 2003, quando a quantidade total de hipotecas – somadas todos os tipos delas – mostrou um crescimento vertiginoso, comparado com o ano anterior. Em 2002, a quantidade negociada via empréstimos dessa natureza ultrapassou os US\$2.8 trilhões, já em 2003 esse valor quase bateu a marca de US\$4 trilhões. Além da diferença do valor total ser gritante, o que mais chama a atenção é o fato de uma grande fatia de todo esse montante ser representada pelos ativos de má qualidade. Os *subprime* mantiveram essa parcela significativa até 2007, quando se identificou, pela primeira vez, uma queda na sua participação.

Essa deterioração do padrão de empréstimos foi notada a partir do momento em que famílias de baixa renda e com menores garantias de pagamento entraram no mercado de hipotecas, conforme afirmado anteriormente. Elas eram orientadas a contrair empréstimos mais caros – com juros superiores aos demais – como garantia aos credores. Muitas vezes compravam uma casa somente com crédito bancário, ou seja, 100% do capital investido nela vinha de terceiros. Para que os tomadores de empréstimos se sentissem a vontade para contraí-los, foram criadas modalidades de hipotecas que tornavam as taxas de juros menores ainda que temporariamente. Essas modalidades eram chamadas *Adjustable Rate Mortgages* (ARMs) e proporcionavam aos seus devedores a possibilidade de, nos primeiros anos, pagarem taxas de juros bem inferiores àquelas que normalmente seriam propostas a eles, retornando às originais somente após dois ou três anos do início dos pagamentos. Os vendedores dessas modalidades diziam que, no ritmo em que o preço das casas estava subindo, eles poderiam renegociar a dívida em termos mais favoráveis.

Existia a crença que o ciclo nunca iria acabar e que os ganhos eram certos, baseada no fato de que os preços das casas iriam crescer ininterruptamente. Desse modo a indústria de hipotecas e a construção civil agiam no mercado imobiliário de maneira muito forte. Elas incentivavam todo esse ciclo de compra e venda de residências, a partir de empréstimos hipotecários, e essa cultura de empreendimento alastrou-se por todo o território norte-americano. Assim, desenvolveu-se a especulação imobiliária. Era criada uma demanda especulativa, que surgia com o propósito de fazer lucro rápido, e, desta forma, sustentando artificialmente a mesma.

Um dado importante é a presença de duas empresas patrocinadas pelo governo americano: Fannie Mae e Freddie Mac. Ambas incentivavam todo o processo de especulação imobiliária, fornecendo empréstimos a famílias de baixa

renda e com alto risco de não pagarem as suas dívidas. A justificativa desse avanço na concessão de empréstimos aos mais pobres era baseada na tese de que a posse de uma residência, por uma família, trazia benefícios à sustentabilidade e qualidade das vizinhanças (ROUBINI, 2010).

Notou-se, então, um aumento dos empréstimos na mesma medida que o padrão dele foi se deteriorando – cada vez mais, indivíduos com pouca credibilidade para sanar suas dívidas recebiam faziam novas hipotecas. De acordo com Bailez, Litan e Johnson (2008), esse padrão de empréstimo de risco somente foi possível graças aos baixíssimos juros praticados no mercado, tornando possível que famílias gastassem praticamente toda a sua renda em consumo de outra natureza – e não no pagamento de suas hipotecas. Possibilitou, também, a entrada de maus devedores na praça, assim como de especuladores interessados em comprar imóveis somente para revendê-los mais tarde com a expectativa de lucro. Agora notamos como os instrumentos hipotecários inovadores contribuíram para a crise financeira que vivemos hoje em dia. Contudo não podemos nos esquecer de que há, sim, benefícios trazidos por esses produtos, caso usados sabiamente. Sem eles, não seria possível que famílias recém formadas, e com renda ainda baixa, tivessem a possibilidade de terem uma residência própria em uma boa vizinhança – dado que bons bairros representam boas escolas entre outras facilidades que aumentam a qualidade de vida das famílias. Nestes casos, tais tomadores de empréstimos não poderiam arcar com seus custos por motivos temporários, uma vez que se prevê um aumento de sua renda com o passar dos anos. Nem sempre é possível contar com a ajuda de familiares para alcançar esses sonhos. Portanto, a resolução desta crise e o retorno da comercialização de tais produtos são essenciais para o desenvolvimento de diversas famílias.

Todo esse mercado de concessão de empréstimo crescia graças a uma série de incentivos que não coíbiam comportamento desleal. De um lado, temos os tomadores de empréstimos, que recebiam apoio estatal como garantias de suas hipotecas, e do outro, fornecedores de crédito, que não se responsabilizaram por seus atos. Essas garantias variavam de estado para estado, mas apareciam principalmente em duas formas. A primeira permitia a possibilidade dos devedores quitarem seus débitos quando achassem interessante, mesmo que antes do pré-determinado e sem qualquer tipo de multa – isso dificultava a posição dos credores, que emprestavam dinheiro esperando, muitas vezes, um fluxo contínuo de

pagamento, não tudo de uma única vez. A outra garantia aos tomadores, em caso de cessão de pagamentos, o direito de apenas terem de devolver o imóvel hipotecado. Normalmente, os credores não somente tomam os bens, mas também exigem reparações caso haja perda financeira na revenda de desses imóveis. Garantias como essa renderam aos estados, que mais as concederam, um grande número de casos de *defaults* de hipotecas. Já no lado dos credores, havia a certeza de que não sofreriam as consequências, caso oferecessem crédito a indivíduos, que viriam a não devolver. Isso por que muitas vezes após a concessão do crédito, o credor vendia essas hipotecas a outras instituições, que de fato financiavam os empréstimos. Estas, por sua vez, tinham duas opções do que fazer com as hipotecas, ou as calculavam e colocavam em seus balanços financeiros, ou as agrupavam junto às outras de mesma natureza e as encaminhavam para um processo de securitização de todas. Como os preços dos imóveis estavam subindo constantemente, não havia medo de que o sistema falhasse. Assim, nem os intermediários financeiros nem os credores finais tinham incentivos para certificar-se da qualidade da hipoteca, nem os devedores eram muito pressionados a manterem seus pagamentos (BAILEZ;LITAN; JOHNSON, 2008).

3.2 SECURITIZAÇÕES E A ESTRUTURA DOS PRODUTOS FINANCEIROS

O antigo modelo de empréstimos através de hipotecas era financiado pelas instituições *Savings & Loans* (S&L). Elas mesmas detinham os recursos a serem emprestados, e para avaliar a qualidade de uma hipoteca, e procuravam três tipos de riscos inerentes a cada contrato: o risco de inadimplência, o risco de pré pagamento – que alterava o fluxo de retorno, desorganizando as finanças das instituições - e o risco de mudanças nas taxas de juros. Elas mesmas calculavam o risco de cada contrato, absorvendo os altos custos no processo e desta forma impossibilitando que pudessem direcionar mais deles para outros empréstimos. Contudo, esse sistema entrou em colapso em meados da década de 80. Os elevados custos de operação, juntamente com a forte regulação, limitavam os passos dessas empresas. O aumento das taxas de juros no mercado as forçou a

repassarem esses custos aos seus devedores, mas a legislação que controlava esse mercado somente permitia algumas alterações contratuais. Elas foram obrigadas, então, a assumirem mais riscos, partindo para empréstimos de menor qualidade, encontrando, desta forma, uma maior taxa de inadimplência. Além disso, os seus portfólios de hipotecas eram geograficamente demasiadamente concentrados, tornando-as alvos fáceis para impactos econômico-financeiros regionais. Todas essas dificuldades acabaram por decretar a falência de muitas dessas empresas, assim como deste modelo. Portanto, um sistema novo de empréstimos hipotecários deveria ser criado para atender as novas necessidades da nova economia (ROUBINI, 2010).

Nesse sentido foram desenvolvidas as securitizações de hipotecas junto ao novo sistema. Nele as empresas fornecedoras de empréstimos não estavam mais presas ao seu tamanho e de seus balanços financeiro— que anteriormente eram usados como limite para concessão de empréstimos. Agora lhes era permitida a venda desses contratos de hipotecas para outras instituições financeiras, livrando suas contas desses ativos, abrindo espaço para fornecer ainda mais empréstimos. Algumas empresas – como os casos notáveis da Freddie Mac e Fannie Mae - foram criadas pelo governo federal norte-americano para desenvolver esse sistema de hipotecas e facilitar o empréstimo, diminuindo as taxas de juros no processo, e foram essas empresas que inventaram as securitizações de hipotecas, como salienta Bailez, Litan e Johnson (2008, p. 22).

The Government Sponsored Enterprises (GSEs), notably Fannie Mae and Freddie Mac, were created by the government [...] to perform precisely this function: the GSEs bought mortgage loans that met certain conditions (called “conforming loans”) from banks in order to facilitate mortgage lending and (theoretically) lower mortgage rates. The GSEs initially funded their mortgage purchases by issuing bonds, but they were pioneers in securitization – or where a pool of geographically dispersed mortgage is repacked and sold as mortgage-backed securities (MBS) [...].

As MBSs modernas – surgidas no começo dos anos 80 - eram formuladas a partir de hipotecas oriundas de diversas localidades e de diversas qualidades, umas com mais chance de *default*, outras menos. Primeiramente, pode-se considerar que esses “pacotes” tornavam o “todo” mais seguro, uma vez que a união de contratos

hipotecários originários de vários lugares diminuía a chance de que houvesse impactos regionais nos negócios da empresa credora. Isso acontecia, pois caso houvesse algum problema no mercado das hipotecas em alguma região do país, essa situação poderia ser absorvida pelos ganhos vindos de outras - desde a crise de 29, não se via um problema de liquidez de crédito em escala nacional (RAJAN, 2010), conforme o que podemos entender da forma como eram organizados esses instrumentos de securitização.

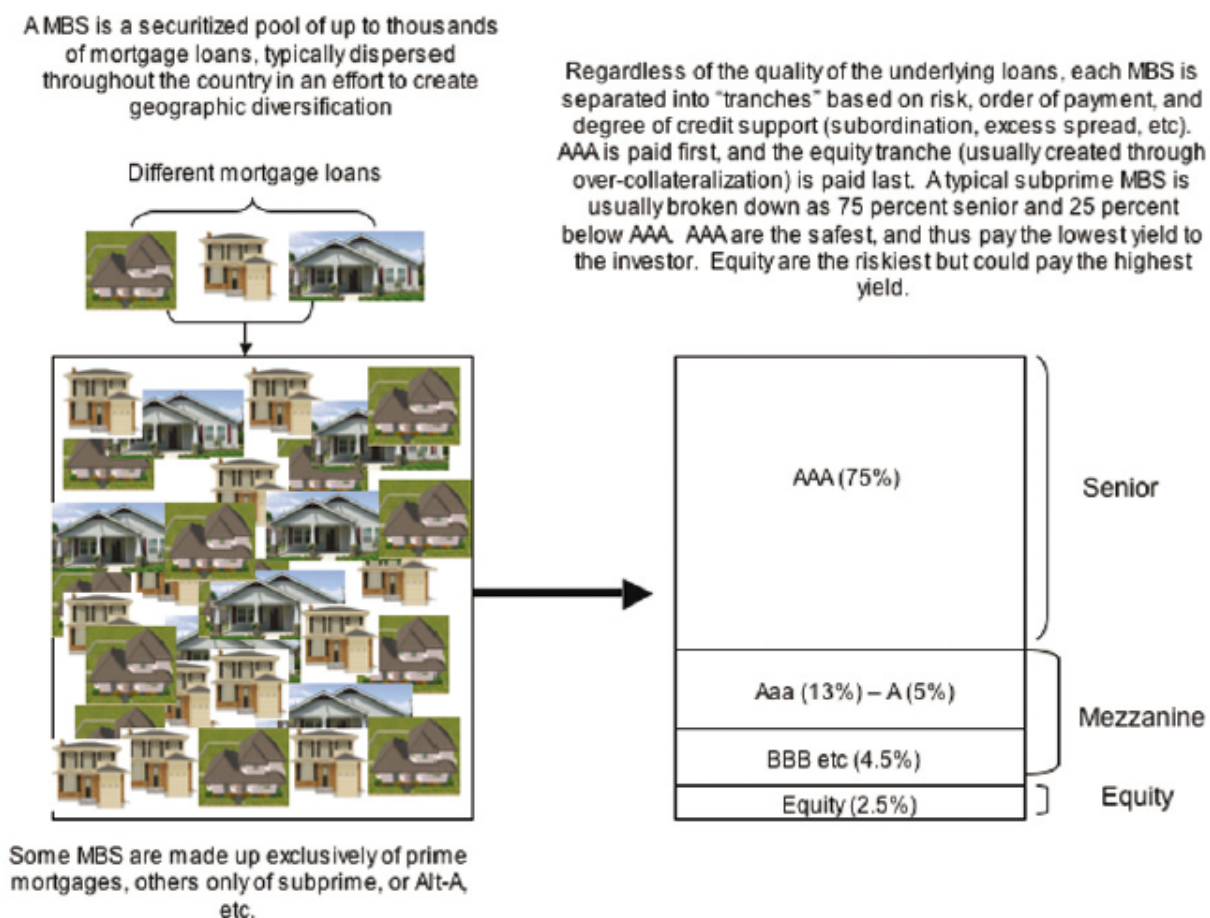


Figura 2 - Anatomia da MBS

FONTE: Bailez; Litan; Johnson (2008)

Ao invés de agrupar desordenadamente todas as hipotecas, elas eram subdividas, dentro do MBS em níveis de risco. Aquelas de baixíssimo risco passavam a ser classificadas como *senior*, e situavam-se no topo. As que ainda obtinham grau de investimento pelas agências de *rating* (AR), mas não eram as de menor risco, chamavam-se *mezzanine* e vinham logo abaixo. Já, as hipotecas com alta probabilidade de *default* e sem grau de investimento se encontravam na base do MBS e eram intituladas de *equity*. Cada uma rendia aos seus investidores uma taxa

de retorno de acordo com o seu risco – quanto maior for ele, maior será o retorno esperado. Outra característica importante passa a ser o recebimento de dividendos. Os proprietários dos papéis *senior* são os primeiros a receber os lucros do MBS, seguidos dos donos do *mezzanine* e, por último, pelos do *equity* (RAJAN, 2010).

Dois fatos são importantes sobre as MBS dizem respeito ao seu comportamento com relação ao risco. Apesar de elas terem sido criadas com o propósito de reduzirem o risco dessas operações com hipotecas – era isso que se acreditava -, na realidade o que elas acabaram por fazer foi apenas segmentar e dividir o risco dos ativos. Notou-se mais tarde, no desenrolar da crise, que muitas dessas MBSs obtiveram graus de investimento superestimados. Estes, por sua vez, precisaram ser revisados para que não houvesse maiores prejuízos (ROUBINI, 2010).

Era através da venda de MBSs que as GSEs lucravam nesse mercado. Contudo, ainda havia um risco muito alto inerente a esse tipo de investimento. É por isso que tais empresas tomavam para si o risco de *default* na busca por aumentarem o número de compradores de seus produtos. Também retinham os riscos de pré-pagamentos de hipotecas, assim como de outros de diferentes naturezas. Desta forma, assumindo altos riscos – muito pelo amparo estatal –, as GSEs reinaram no mercado de hipotecas norte-americano. Esse poder de mercado aparecia através do amplo leque de atuação que tinham, uma vez que podiam vender suas MBSs diretamente no mercado ou comercializar seus próprios títulos no mercado para comprar mais MBSs. A fatia de mercado das duas era tão grande que, em 2008, elas eram responsáveis por aproximadamente US\$5.4 trilhões de dívidas hipotecárias.

Durante as décadas de 80 e 90 as GSEs dominaram o mercado das hipotecas, mas foram perdendo o espaço para empresas privadas, à medida que novas hipotecas eram feitas (BAILEZ; LITAN; JOHNSON, 2008). Este processo acabou por desenhar um mercado cada vez mais complexo, onde novos instrumentos financeiros se desenvolviam. Assim, acabou sendo instaurada uma era de pouca transparência e entendimento nos negócios. A princípio, esse novo paradigma – o uso de securitizações em ativos financeiros – deveria diminuir os custos de empréstimos, reduzir os riscos e levar o crédito a pessoas que não o receberiam de outra maneira, o que se entende como uma perspectiva boa, mas não foi somente isso que aconteceu. À medida que a economia crescia e se

desenvolvia, menos se entendia sobre o que estava ocorrendo e, mesmo assim, mais pessoas entravam no mercado, muitas vezes se endividando para poder investir – instrumento chamado de alavancagem – e outros produtos financeiros eram criados.

As *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) tornaram-se outro alvo muito popular de investimento. Elas funcionavam basicamente como as MBSs, com algumas diferenças. Ao invés de agruparem títulos de hipotecas em várias níveis, a CDO agrupava níveis de MBSs. Por exemplo, um emissor de CDO compra e agrupa títulos de empréstimo de igual nível (seja *senior*, *mezzanine* ou *equity*) em uma mesma *asset-backed security* (ABS) – outro tipo de título. Uma grande diferença diz respeito à origem desses empréstimos. No caso da MBS, somente se trabalhava com hipotecas, já no caso da CDO eram rearranjados ativos de diferentes origens – empréstimos de cartões de créditos, de negócios, estudantis ou de compra de carros. Outra característica marcante deste ativo é o tipo de formulação. Elas foram criadas com a assessoria de AR, que mostravam como era possível montar uma CDO com o melhor grau de investimento possível. Uma vez que essas empresas eram as responsáveis pela classificação do nível de risco, elas sabiam como orientar os emissores de CDO a desenvolver ativos de baixo risco, mesmo que eles não fossem (RAJAN, 2010).

Com o passar do tempo, bancos e instituições de crédito acabaram por encontrar limitações para seus avanços na área dos investimentos. A alavancagem – uso de recursos externos para investimentos – possuía limites legais baseados tanto em acordos internacionais – Acordo da Basileia – quanto em normas nacionais traçadas pelo FED e por outras instituições similares. Não era permitido que fossem usados empréstimos para investimentos acima de uma fração pré-estabelecida do total investido. Parte dele deveria, obrigatoriamente, vir de capitais próprios. Essa barreira acabou por limitar a taxa de lucros nessas atividades. Portanto, empresas de crédito elaboraram maneiras de contornar tal situação; elas criaram as *Structured Investment Vehicles* (SIVs). Estas seriam entidades que ficariam fora das contas da instituição e portariam todos os ativos – MBSs, CDOs e outros ativos vinculados a dívidas - que por ventura não seriam bem vistos nos balanços. Para se autofinanciar, esses SIVs emitiam seus próprios títulos, os *asset-backed commercial papers* (ABCP), os quais precisavam ser rolados constantemente, uma vez que eram de rápida maturação. Desta forma, como os SIVs não eram vistos como as

empresas e acreditava-se que havia poucas chances que um problema em um deles acarretasse dificuldades para sua empresa de origem, eles tinham facilidade para obter financiamentos. Mais uma vez acreditava-se ter em mãos os instrumentos para multiplicar os ganhos e reduzir os riscos.

Neste cenário de crescimento econômico e de elevação dos preços dos ativos financeiros, também surgiram outras conseqüências. Com base no fato de que o grau de alavancagem que uma instituição financeira regulada poderia ter estava ligado ao patrimônio – maior o patrimônio, maior o grau de alavancagem –, então a valorização de ativos trazia consigo uma maior possibilidade de endividamento. Tendo em vista que a concorrência no setor financeiro se acirrava constantemente, não era lucrativo estar sub-alavancado, ou seja, estar tomando menos empréstimos do que se poderia para, a partir deles, fazer novos investimentos. Essa necessidade acabou por gerar mais um incentivo à corrida frenética por mais crédito no mercado. Neste momento, bancos de investimento, empresas financeiras de diferente natureza, possuíam vantagens. Uma vez que eram distintos dos bancos comerciais, não estavam presos aos mesmos regramentos e limites, podendo tomar mais empréstimos e se colocarem em situações de maior risco no mercado. Os exemplos mais notórios desses bancos foram Bear Sterns e Lehman Brothers. Geralmente contraíam empréstimos de curto prazo e os investiam em papéis de longo prazo, criando um círculo vicioso perigoso, dado que precisavam constantemente rolar suas dívidas. Para isso usavam instrumentos de rolagem de curto prazo chamados de *repo loans* segundo Morris e Shin (2008), que de maneira simplificada caracterizava-se pelo tomada de recursos de outra instituição financeira no final de um dia, usando como garantia seus próprios ativos. O acordado seria que o devedor pagaria sua dívida, – reavendo seus ativos – no dia seguinte, por um preço superior ao que valia anteriormente. Essa procura por liquidez para rolar suas dívidas acarretou um engessamento do mercado financeiro. Como todos os bancos e instituições se utilizavam desses mesmos recursos, suas operações acabaram por se conectar demasiadamente, o que se mostrava um perigo, já que a falência de uma empresa poderia facilmente ocasionar em um efeito cascata (LUCAS, 2011). Este apareceu em agosto de 2007, com uma queda tremenda de liquidez.

Outro dos grandes mecanismos financeiros criados nesse período foi o *Credit Default Swap* (CDS). Assim como todos os outros, ele foi concebido com os mesmo propósitos: reduzir custos de empréstimos, diminuir riscos, promover alavancagem e

potencialização dos lucros. Simplificadamente, ele agia para garantir aos compradores de um ativo a impossibilidade de *default* do mesmo. Quando era emitido um título – MBS ou CDO -, havia a chance do mesmo incorrer em inadimplência. Sendo assim, o grau de investimento que ele receberia estaria contemplando essa possibilidade, e com isso, o emissor não teria um retorno do mercado como desejaria, pois teria altos custos de empréstimo. Então o CDS surgia como um seguro de uma transação de papéis (BAILEZ; LITAN; JOHNSON, 2008). Neste processo, as seguradoras cobravam uma taxa do emissor para garantir ao mesmo, em uma situação de *default*, o fluxo de pagamentos e com isso uma melhoria na qualidade do ativo, e do outro lado, garantia o comprador do ativo contra perdas. Como essas operações não eram reguladas, apesar de legais, todos os contratos firmados deste tipo tinham suas cláusulas conhecidas apenas pelas partes envolvidas. Portanto, mais uma vez um produto, que supostamente servia para diminuir os riscos das negociações, surgia, mas diferente de seu objetivo, apenas tornava o mercado menos transparente, dificultando a identificação de perigos e riscos.

3.3 OUTRAS CONSIDERAÇÕES

Mesmo com a invenção de diversos mecanismos financeiros para mascarar riscos e alavancar financiamentos, o sistema não se desenvolve caso não haja capital para aportar nos investimentos. O que se notou nesse período de bonança foi uma oferta demasiada de recursos nos mercados globais, mais especificamente no norte-americano. Hoje se tem quase como certeza que o principal fator para o surgimento e crescimento da bolha financeira foi a política de crédito expansionista executada pelo FED. No início do século XXI, no intuito de acelerar a retomada do crescimento econômico, freado na crise das empresas de alta tecnologia, o banco central americano reduziu fortemente as taxas de juros básicas da economia. Tal postura acabou diminuindo grande parte dos retornos na grande maioria dos investimentos. Desta forma, fundos de investimento, vendo-se sem muitas opções para grande lucro de um lado e com grande oferta de capital de outro, foram levados

a diversificar suas carteiras de investimentos não ortodoxas. Dado que esses novos produtos apresentavam ótimas notas pelas agências de *rating*, e que a concorrência no mercado financeiro se tornava maior, os administradores de fundos voltaram-se para papéis pouco conhecidos e compreendidos.

Truman (2005) acredita que, caso o FED tivesse mantidos os juros em patamares mais altos ou os elevado antes do que de fato o fez, a bolha financeira poderia ter sido evitada. Uma vez que seu colapso trouxe um enorme custo ao contribuinte americano, políticas anticíclicas entre os anos de 2004 a 2007, ainda que levassem a economia a baixos níveis de crescimento, deixá-la-iam em rota de crescimento sólido nos anos vindouros. Observadores cuidadosos do mercado imobiliário sabiam, já em 2006, que um colapso era factível, e, que as políticas expansionistas do banco central estavam de fato acarretando em uma maré de alta-liquidez artificial. Contudo, esta não era somente causada pelos caminhos escolhidos pelos reguladores. A oferta abundante de capital no resto do mundo – resultado de anos de poupança de vários países – entrava nos mercados americanos, puxando mais para baixo as taxas de juros. Ou seja, a liquidez, era internacional também.

Junto a esse cenário de bonança creditícia, é importante salientar que, tanto o marco regulatório, quanto a supervisão pertinente ao setor financeiro, foram responsáveis pelo florescer do mercado financeiro nesse período. Os últimos 30 anos da história norte-americana - e internacional - foram marcados por um movimento de desregulamentação em vários setores da economia como os de aviação civil, transporte rodoviário (caminhões) e da indústria de energia. O mercado financeiro não foi diferente. Essa política foi fortemente incentivada durante o governo do ex-presidente americano Ronald Reagan, muito conhecida por *Reaganomics* e se expandiu, nos anos seguintes, através da extinção do *Glass-Steagall Act*, que restringia fortemente as articulações e limitava a atuação dos bancos. A princípio, desregulamentação não é por si só algo ruim para a economia, muito pelo contrário, mas mudanças exageradas e mal-feitas na legislação podem afetar o objetivo que elas se propõem a alcançar. Foi justamente isso que aconteceu, quando os reguladores, que teriam esse papel de “guardiões da boa-conduta”, deixaram de zelar propriamente pelos contribuintes e permitiram deslizes e comportamentos discutíveis das instituições responsáveis pelas intermediações comerciais, os bancos e outras empresas financeiras.

O momento não poderia ser pior. Em um mercado cada vez mais inundado por produtos financeiros complexos e que diminuía a transparência do mercado, um desleixo na supervisão de ativos tão cruciais para a vida das famílias americanas, como as hipotecas eram, - e ainda são - culminou em grandes consequências para a economia como um todo. O papel que as hipotecas cumpriam ia muito além do que apenas um instrumento para aumentar o familiar. A contração de um empréstimo deste tipo para a compra da casa própria diz respeito ao maior investimento que as famílias farão durante suas vidas, portanto uma atenção redobrada nesse nicho de mercado seria fundamental para o desenvolvimento das classes média e baixa da população americana.

Não se pode dizer que o aparato legal que os reguladores tinham em mãos era pequeno e pouco desenvolvido. Muito pelo contrário. A legislação que regravava o setor financeiro não somente era extensa, mas muito complexa também, como afirmam Bailez, Litan e Johnson (2008). Marcos regulatórios defasados e diluídos pelo território americano - grande parte da legislação era estadual e não federal - dificultavam parte dos esforços para observar as ações dos agentes financeiros, assim como não davam flexibilidade e força na hora de impor alguma restrição ou punição de outra natureza. Outra questão muito complexa emergiu exatamente graças ao desenvolvimento dos serviços, produtos e pelo surgimento de agentes não vistos até então na economia. Todos esses novos atores se viram em um ambiente livre de escrutínio, dado que a estrutura arcaica de regulação não previa a existência deles, e também não conseguiram se adaptar na mesma velocidade com que surgiam. Sendo assim, criou-se uma crise de jurisprudência. Apesar da existência de várias agências reguladoras, nenhuma tinha em suas diretrizes a clara obrigação de regular alguns desses novos agentes; desta forma, ninguém se responsabilizava por esse trabalho. E a partir disso criou-se um universo paralelo “fora-da-lei” na economia, que crescia e tomava grandes proporções, sem que alguém tivesse controle. Muitos bancos de investimento e outras instituições agiam nessa situação e graças a isso foi cunhado um termo especialmente para ele: *shadow banking system*, pois eram empresas que estavam escondidas dos reguladores (RAJAN, 2010).

Contudo, foi não somente por causas alheias às empresas que a bolha financeira surgiu e estourou. Muitas das decisões erradas, e demasiadamente arriscadas, tiveram sua origem dentro das instituições. Um olhar mais acurado de

Dowd (2009) atentou para o comportamento irracional que permeava as ações dos gestores de bancos. Graças aos ganhos espetaculares que eles estavam obtendo na operação de ativos *subprime* - principalmente CDOs e correlatos -, os administradores dos fundos não seguiam próprias regras de gestão de risco. Eles procuravam trabalhar o máximo possível com esses papéis, e os mantinham durante o máximo de tempo possível em suas carteiras. Somados a sua ambição, o que também colaborou para isso foram as notas generosas dadas pelas agências de *rating* a esses produtos segurados. Anestesiados por sugestões tão positivas, os gestores, mais uma vez não tiveram motivos para analisar mais a fundo o risco inerente a esses ativos. Contudo, não somente por inaptidão, displicência ou de ambição foram cercadas as diretorias dos bancos. A forte competição no mercado, juntamente, a taxas de juros baixíssimas e pressões por alta nos lucros pelos acionistas os obrigaram a comportar-se de modo mais ousado.

Além de apostarem alto nesses fatores, as empresas valeram-se também de uma nova legislação contábil que entrou em vigor depois da crise das S&L no início da década de 90. De acordo com ela, os valores dos ativos, que toda empresa tem, devem estar representados, nos balanços, pelo valor de venda, caso fossem colocadas no mercado naquele exato momento (BAILEZ; LITAN; JOHNSON, 2008). Essa medida fazia sentido naquele momento, dado que muitas empresas insolventes continuaram no mercado graças a análises contábeis que não refletiam seu real valor de mercado. Muitos dos ativos, que eram avaliados somente usando-se os critérios clássicos de depreciação, estavam superestimados. Sendo assim, a partir daquele momento, todos os ativos deveriam apresentar nos balanços os seus valores reais. Entretanto, esse tipo de contabilidade incorre em dois erros. O primeiro diz respeito à dificuldade que alguns ativos têm para que se possa descobrir o seu preço de mercado, uma vez que nem sempre alguém estará disposto a adquiri-lo. O segundo, um pouco mais complexo, demonstra a volatilidade de um ativo. Em momentos de grande crescimento econômico, a alta do valor de um ativo pode não representar a realidade, já que pode estar simplesmente seguindo o comportamento dos outros. Assim, tendo um patrimônio estimado para cima, a empresa tem a possibilidade de aumentar a sua alavancagem. Em caso de recessão, com queda no valor dos ativos, a empresa pode sofrer com uma subestimação de seu patrimônio, e ser obrigada a pedir falência, sem que na realidade precise. Portanto, esse instrumento de avaliação contábil também está

sendo visto como mais um dos fatores que levaram ao surgimento da crise. Com ele, bancos puderam alavancar-se artificialmente em momentos de prosperidade, e sofreram fortes consequências no período de arrefecimento econômico.

É evidente, portanto, que as causas desta crise, assim como de outras, não dizem respeito somente a um fator, da mesma forma que os seus desdobramentos são dificilmente identificados nos primeiros momentos. Novas informações surgem a todo o momento, o que nos leva a crer, que temos muito que analisar sobre esse problema. De fato, ainda sofreremos as consequências dessa recessão econômica, o que dificulta o trabalho de “dissecação” dos fatos.

4 AS AGÊNCIAS DE *RATING*

Neste capítulo, será feita a análise do objeto do trabalho: as empresas de classificação de risco. Na primeira seção, serão apresentadas as origens das ARs, assim como as suas funcionalidades, bem como seu nicho de mercado. Na segunda seção, será descrito como as peculiaridades desse mercado criaram uma estrutura de incentivos que proporciona situações de perigo moral. Já na última seção, serão apresentadas algumas propostas de como podem ser corrigidas essas falhas na economia.

4.1 ESTRUTURA DE MERCADO E O FUNCIONAMENTO DAS AGÊNCIAS DE *RATING*

Conforme apresentado anteriormente, inúmeras instituições privadas e órgãos do governo americano tiveram sua participação, seja ela direta, ou indireta, nos acontecimentos que levaram ao surgimento da crise financeira. As agências de *rating* (ARs), como são conhecidas mundialmente – ou de classificação de risco, como são conhecidas no Brasil – não estão excluídas desse grupo. Muito pelo contrário. Não somente existem fortes evidências, hoje, de que elas representaram um papel central nesse desenrolar dos fatos, assim como já havia, antes, movimentos tanto por parte da academia, quanto por instituições de diversas naturezas – órgãos governamentais e internacionais - no sentido de desvendar o “mundo” em que vivem essas empresas e de descobrir se elas, de fato, estavam livres de incentivos que as conduzissem a comportamentos disfuncionais.

As ARs surgiram como uma solução de mercado para uma questão um tanto complexa existente na economia. Como um emprestador avalia a crédito de um tomador de empréstimo e como continua mantendo-se informado quanto a isso durante o período do contrato? Empresas especializadas nesse tipo de negócio, tais como bancos e companhias de seguros, poderiam produzir a informação necessária

para si. Contudo, não especialistas, como a maioria da população, não possuem os meios para tal – ou até mesmo especialistas que se aventuram em novos investimentos e têm dificuldades para driblar as assimetrias de informação do mercado. Assim apareceram as ARs, com o objetivo único de produzir informação de qualidade sobre inúmeros tipos de investimento e de divulgá-los para o público em geral. Desta forma, conseguiram a solução para um problema secundário: a produção dupla da mesma informação. Uma vez que há uma empresa que divulga para toda a população os resultados de seu serviço, não há a necessidade de que cada um incorra nos custos de ter de produzi-los por si só. Há uma significativa redução dos custos, portanto.

Algumas dúvidas emergem no momento em que se estabelecem as ARs no mercado. Como se pode inferir a idoneidade de uma firma como essa, e o quão boas são suas avaliações? Estas indagações são extremamente pertinentes e se desdobram de diversas maneiras.

De uma maneira geral, a garantia da qualidade dos *ratings* estaria atrelada a uma das maiores forças que regem os livres mercados: a reputação. Via de regra, uma empresa teria o incentivo de manter-se dentro dos padrões legais e éticos para que não fosse expulsa do mercado, caso os outros integrantes do mercado descobrissem os deslizes que ela pudesse ter feito. Por si só, esse temor já bastaria em uma economia de concorrência perfeita. Entretanto, sabemos que isso não é realidade, haja vista os já citados problemas de assimetria de informação. No caso das ARs essa hipótese sempre foi descartada. Pouco se acreditava no mau funcionamento do mercado de *ratings*. Contudo, tal crença não livrou esse nicho de uma não-regulamentação governamental. Conforme Hunt (2009), desde 1930 a presença do governo vem aumentando e interferindo diretamente em todas as questões envolvidas nele. Acredita-se que, através de medidas oriundas de reguladores, foram criadas sérias barreiras à entrada neste setor – diminuindo, desta forma, a oferta do serviço - do mesmo jeito que a demanda por ele foi artificialmente aumentada de diversas maneiras. Uma delas sendo a demanda estatal.

A configuração dos atores do mercado de *ratings* não mudou muito desde o início do século XX. As três grandes do setor de hoje já existiam naquele período. Moody's, Standard & Poor's e Fitch dominam o cenário há décadas, raramente tendo que competir com outras empresas. Elas foram fundadas em 1909, 1941 – S&P surgiu a partir da fusão da Standard Statistic Company, nascida em 1922, e da

Poor's Publishing Company, de 1916 – 1924. Desde então, não mais que cinco empresas atuaram ao mesmo tempo. Apesar de estranha, essa característica de mercado pouco competitivo não é exclusiva dos EUA. Em praticamente todas as economias do mundo, há uma escassez de oferta deste serviço, tendo em média 1 ou 2 ARs, quando as têm. Isso ocorre pelo fato de poucas delas terem um mercado de títulos bem desenvolvido, de acordo com White (2001). Entretanto, este não é o caso dos Estados Unidos, que possuem o mais desenvolvido setor financeiro do mundo. Então como não existe mais concorrência neste setor, lá? Hunt (2009) afirma que tal fato se deu graças às poucas concessões de mercado concedidas pela SEC a novas empresas do ramo. De 1975 até agora, somente quatro firmas receberam o título de *nationally recognized statistical rating organization* (NRSRO), o que lhes permite vender o serviço de *rating*. Há também a possibilidade de que haja economias de escala e escopo em que a padronização é peça fundamental no processo de construção de reputação. Reputação é construída através de larga experiência no ramo. E uma padronização dos processos de avaliação facilita na hora de investidores compararem diferentes classificações. Ela é alcançada mais rapidamente com a redução do número de empresas. Então, acreditava-se que uma redução no número de ARs era benéfica ao mercado.

Diferentemente da estrutura de mercado, o comportamento das ARs mudou significativamente durante o século passado. A sua alteração coincidiu – ou foi ocasionada - com o surgimento da foto cópia de baixo custo. Assim, uma avaliação que uma agência produzia poderia sofrer, fatalmente, com o problema de *free-riding*, já que esse material poderia ser facilmente reproduzido por quem o tivesse em mãos. Outro fato foi a crise de liquidez no ano de 1970. Com ela, a emissão de novos papéis, e a manutenção do investimento nos antigos, ficou seriamente abalada. Desta forma, os emissores de títulos foram obrigados a terem todos os seus ativos avaliados – para que pudessem ser alvos de investimento - e divulgados para o grande público (WHITE, 2001). Nessa nova conjuntura, criou-se a cultura de que as ARs avaliassem a maioria, quando não todo o mercado de títulos. Tendo isso em vista, as agências redirecionaram sua fonte de receita. Antes, quem pagava pelos seus serviços eram os fundos de pensão, instituições financeiras ou qualquer outro participante do mercado interessado em investir no mercado financeiro, ou seja, o prestador do dinheiro ou consumidor do ativo. A partir desse momento, sendo obrigadas a terem todos os seus papéis avaliados, e vendo que ninguém

mais pagaria por esse serviço, as próprias emissoras, ou tomadoras de empréstimos, viram-se na obrigação de comprar uma avaliação e de divulgá-la para o sistema financeiro em geral.

Outra característica muito interessante sobre as agências é sua capacidade – ou falta dela – de proporem e aplicarem inovações em seus serviços. Avaliar tal nuance deste mercado é particularmente difícil, uma vez que não existe um padrão pelo qual ela possa ser criticada. Todavia, é possível identificar mudanças no *modus operandi* das ARs, assim como também é possível entender como funcionam os modelos matemáticos e outros instrumentos usados na avaliação de ativos. Partindo desde ponto, podemos notar que processos de inovação normalmente são externos às três grandes, ou seja, quem insere uma nova metodologia de classificação de risco –por exemplo - normalmente é uma empresa de menor atuação no mercado, de acordo com White, (2001). Caso essa mudança seja interessante, ela será incorporada às práticas das outras – na maioria das vezes através de aquisições. Essa política de pouca inovação é muito creditada à pouca concorrência do mercado, assim como também é creditada à grande intervenção dos reguladores.

Diante dessas questões, algumas questões ficam para serem respondidas. Qual é a eficácia das ARs no que diz respeito a seu propósito? Elas conseguem romper as barreiras de assimetria de informação e apresentar dados novos aos mercados? De fato, os títulos de elevada classificação possuem baixíssima média de *default*, porém, isso não indica que há produção de informação para o mercado, uma vez que os *ratings* podem, muito bem, apenas estar representando uma comparação entre as taxas de retorno dos ativos e os papéis do tesouro norte-americano. Existem evidências que levam a crer que há geração de informações pelas agências, contudo não há indícios sobre uma resposta definitiva quanto à questão da eficácia. Isto se deve pelo fato de que as informações se espalham cada vez mais rápido na sociedade (HUNT, 2009). Caso o motivo que leve a uma mudança na classificação de risco de um título venha a público logo após a divulgação desse novo *rating*, então o custo que a AR teve para refazer a avaliação pode ter sido alto demais em relação ao benefício ao mercado, uma vez que ele teria obtido a informação de um jeito ou de outro. Ainda, a precisão das classificações não é boa, dada à variância na taxa de *default* de cada nota, como observa White (2001, p. 21-22):

Further, the rating firm's accuracies are not perfect; there variance around the average default rates embodied in each rating. Large variances means greater noise and inconsistencies in the ratings. Also, though the ratings do represents relative risks (on average) reasonably well, they are less reliable as indicators of absolute credit risk; default probabilities associated with specific rating levels have drifted over time.

Assim entendemos que, mesmo nos serviços das ARs, pode haver erros de julgamento ou imperícia. No sentido de auxiliar, ou até mesmo direcionar, o trabalho das agências, reguladores vêm intervindo nesse setor no mercado desde o início do século XX. Acredita-se que, deste modo, é possível atenuar crises de liquidez e com isso oferecer proteção ao sistema financeiro. Dentre as inúmeras “contribuições” para o funcionamento sistema, a SEC introduziu, em 1931, duas limitações com relação à comercialização de títulos. A primeira obrigava os fundos de investimento a excluírem de seus portfólios papéis que possuíssem *ratings* abaixo de uma linha de corte. A segunda diz respeito à primeira, pois caso algum fundo queira reter algum papel considerado de risco, ele deverá preencher os requisitos para tanto: reter recursos financeiros – capital – caso haja necessidade de comprovar liquidez futuramente (HUNT, 2009). Um fato importante desses regramentos é a utilização, pelo estado, de serviços prestados pelas ARs, já que utilizam as classificações como parâmetros de comparação. Essa manifestação é uma evidência muito forte de como reguladores podem artificialmente aumentar a demanda pelo serviço de *rating*, dado que a intervenção deles é baseada nisso. Justamente no sentido de tornar o processo mais reto, foi criada a denominação NRSRO, pois essas seriam as agências cujas classificações seriam certificadas e utilizadas pelos órgãos do governo.

Outras formas de intervenção mais impactantes também são notadas até hoje. As barreiras à entrada são as mais emblemáticas entre elas, como citado anteriormente. As duas últimas concessões de títulos de NRSRO foram dadas em 1983 e 1992. Desde então, outras agências de fora dos EUA se candidataram, mas tiveram seus pedidos negados. É configurado, portanto, um cenário de restrição de oferta dos serviços de *rating*. Com o objetivo de tornar as regras de concessão que, em 1994 e novamente em 1997, a SEC propôs que houvesse uma formalização do processo de seleção de ARs e de monitoramento destas, mas que não foram levadas adiante, de acordo com White (2001). Os critérios eram estes:

- a) *reconhecimento de mercado*: a agência deve ser reconhecida como uma emissora de avaliações críveis e confiáveis por empresas de importância nacional que usem seus serviços;
- b) *estrutura*: a agência deve possuir quadro de funcionário altamente capacitados, recursos financeiros e estrutura organizacional que lhe proporcionem estabilidade e independência;
- c) *procedimentos sistêmicos*: a agência deve conduzir seus trabalhos usando sempre os mesmo procedimentos;
- d) *contatos*: a agência deve possuir ampla rede de contatos com executivos das instituições cujos títulos avalia;
- e) *auto-avaliação*: a agência deve manter sistemas de prevenção de mau-uso de informações privadas.

Esse posicionamento dos órgãos reguladores é um tanto controverso. A medida de conceder licenças no setor de classificação de risco é plenamente compreensível, já que, caso houvesse inúmeras empresas do ramo oferecendo o serviço, as emissoras de títulos poderiam “ir à compra” da melhor nota que o mercado oferecesse para seu papel – procedimento chamado de *shopping* (BAR-ISAAC; SHAPIRO, 2010). Portanto, uma vez que cria forte regulação no setor - o que se configurou em barreiras à entrada –, a SEC deveria mostra-se mais solícita e aberta na seleção de novas agências. Entretanto, existem possibilidades a serem exploradas para resolver essa questão. Em vez de usar as avaliações das ARs em suas orientações, e com isso aumentar a demanda por essas, criando para si a necessidade de zelar pelo funcionamento do setor dessas prestadoras de serviços, os órgãos do governo poderiam muito bem desenvolver seus próprios métodos para inibir que algumas instituições financeiras manuseiem, sem cuidado, ativos de alto risco. Uma das possibilidades seria adotar, como já citado anteriormente, limites de investimento em determinados ativos, além de deter capital próprio imobilizado para prover liquidez se necessário, de acordo com White (2001). Tudo isso se baseando somente na rentabilidade dos papéis, ou seja, em informações livres no mercado. Essa posição desoneraria os reguladores do papel de selecionadores de agências, deixando que esse procedimento fosse feito somente pelas forças de mercado, que identificaria de quais ARs gostaria adquirir avaliações. Caso a SEC não deseje fazer

isso, ela deveria, pelo menos, certificar-se de que o trabalho feito pelas agências é de alta qualidade, submetendo as avaliações a um constante escrutínio.

No caso das três principais agências americanas – Moody's, Fitch e Standard & Poor's –, seus processos de avaliação de risco – até o início da crise financeira – estavam rodeados de suspeitas quanto à sua eficácia no objetivo de estimar probabilidades de *default*. Elas baseiam suas análises em complexos modelos estatísticos que calculam entre outras coisas o grau de garantia que os títulos têm para cumprirem suas obrigações tais como: renda da família que fez hipoteca; se esta possui outros ativos penhoráveis; se essa residência é a sua primeira etc. O problema emerge quando as informações que alimentam esses modelos não são representativas, como aparentemente era o caso segundo Bailez, Litan, Johnson (2008). Ainda segundo eles, o problema consistia justamente no fato de que a série de dados era considerada recente e abrangia somente o período de alta nos preços dos imóveis, e conseqüentemente baixa taxa de *default*. Isso levava os modelos a estimarem baixos níveis de correlação entre risco e inadimplência. Deste modo, as avaliações se mostraram não somente ineficientes como viesadas. De acordo com Bar-isaac e Shapiro (2010), durante os períodos de crescimento econômico, a qualidade dos *ratings* se mostrou pior do que em tempos de recessão. Ainda, existem outros indicativos que mostram uma tendência, das ARs, de divulgarem notas otimistas demais quando avaliavam títulos oriundos de bancos ou instituições financeiras de grande porte, em comparação com aqueles de firmas de menor representatividade no mercado (HE; QIAN; STRAHAN, 2010).

Analisando essa conjuntura, podemos entender o quão complexo é o universo que compreende as agências de *rating*. Dentro desse contexto pouco claro, aparecem os problemas do objeto de estudo deste trabalho: o perigo moral.

4.2 INCENTIVOS E PERIGO MORAL

Como em toda relação econômica, a relação entre as ARs e o resto do mercado envolve certa quantidade de incerteza e assimetria de informação. Diferentemente da maioria dos casos, nos quais o nível dessas é baixo, deixando pouco espaço para o surgimento de falhas de mercado, essa relação apresenta elevados níveis desses. Essa configuração econômica cria um terreno fértil para o surgimento de incentivos que não conduzam as partes envolvidas – no caso as ARs – a se comportarem de maneira mais correta caracterizando-se como situações de perigo moral. Alguns desses são:

- a) *proteção de reguladores*: dada à forte intervenção do governo, raramente concedendo concessões para operação de uma ARs no mercado, criou-se um estado de acomodação em que aquelas que já estavam inseridas nesse setor de serviços não se sentiam ameaçadas por novas entrantes. Essa falta de competição pode ter conduzido as agências a fornecerem *ratings* a partir de avaliações sub-ótimas, pois livres de forte concorrência e protegidas pelos órgãos reguladores, elas não se sentiriam pressionadas a desempenhar o seu papel à excelência (WHITE, 2001);
- b) *esforço dificilmente observado*: similar ao anterior, esse incentivo também levava as ARs a agirem de forma subótima. Tendo em vista que o esforço dessas firmas é dificilmente observado, assim como seus métodos de avaliação são de alta complexidade e de pouca compreensão pelo mercado em geral, pode-se esperar que essas não se esforcem ao máximo no desenvolvimento do seu serviço. Como maior esforço representa maiores custos, e como esse não é observado, não há necessidade de elevá-lo ao máximo (MUKHOPADHYAY, 2004);
- c) *origem de receitas*: a partir do momento em que as ARs deixaram de ter suas receitas atreladas aos compradores de título e passaram a ter como clientes os emissores deles, criou-se um conflito de interesses. O mais interessado em ter seus serviços altamente avaliados é, agora,

aquele paga por esse serviço. Sendo assim, pode haver certa pressão por parte deste para que seus papéis recebem ótimas recomendações e classificações como sugerido por Bailez, Litan e Johnson (2008);

- d) *ameaças por parte AR*: seguindo a linha de raciocínio anterior, dado que existe a obrigatoriedade de classificação de todos – ou de quase todos – os ativos comercializados no mercado financeiro, e como a oferta desse serviço é limitada por apenas três grandes empresas, estas podem sentir-se à vontade para exigir de seus clientes maiores pagamentos por melhores avaliações. Há, portanto, a possibilidade de chantagem, conforme Partnoy (1999);
- e) *rating shopping*: segundo Bar-Isaac e Shapiro (2010), como as emissoras de títulos não são obrigadas a receberem classificações de uma determinada empresa, mas são obrigados a ter pelo menos uma, e como há acordos para que avaliações solicitadas somente sejam divulgadas ao mercado após o consentimento do demandante, as firmas que comercializam os papéis no mercado podem pedir para que todas as ARs façam uma avaliação de seu produto para somente depois comparar as avaliações e escolher aquela que mais as satisfaça. Essa discriminação do serviço oferecido pelas agências é chamada de shopping;
- f) *consultoria de ARs*: de acordo com Bailez, Litan e Johnson (2008), existem fortes indícios de que agências de classificação de risco e instituições que desenvolviam esses novos produtos financeiros trabalhavam em conjunto. O objetivo seria o de elaborar artigos que se configurassem de tal maneira que otimizassem os resultados durante um processo de avaliação. Como as ARs sabiam o que avaliavam e como avaliavam, elas vendiam os serviços para bancos e seguradoras que desejassem ter seus papéis formulados de tal maneira que receberiam notas superiores às que deveriam de fato receber.

Deste modo, a qualidade dos serviços prestados pelas ARs pode ficar seriamente afetada. Todas essas situações criam um cenário de muita desconfiança entre os participantes dos mercados. Os problemas de perigo moral surgem, então, como inibidores de investimentos, já que precavidos contra classificações de risco

de má qualidade - sejam elas graças à má fé ou à displicência –, os investidores não conseguem selecionar os investimentos de acordo com critérios seguros. Neste sentido, as agências não mais cumprem o seu papel de diminuir a assimetria de informação dentro dos mercados financeiros.

4.3 POSSÍVEIS SOLUÇÕES

A bibliografia apresenta uma série de propostas voltadas para a resolução dos vários problemas inerentes ao mercado de classificação de risco e que surgem a partir de problemas de assimetria de informação. Cada uma propõe determinadas alterações com o objetivo de solucionar essas incoerências. Nem todas as proposições são excludentes, algumas podem, muito bem, serem implementadas simultaneamente, resolvendo, ao mesmo tempo, várias situações de perigo moral, entre outras questões. Abaixo seguem algumas dessas sugestões.

Bolton, Freixas e Shapiro (2011) apresentam uma proposta que visa a resolver três pontos: os conflitos de interesse, prevenindo que uma emissora de títulos influencie os *ratings*; o *rating shopping* e o monitoramento da metodologia de avaliação. Para tanto, eles promovem um acordo firmado entre o promotor do estado de Nova Iorque, Andrew Cuomo, com as maiores empresas de classificação de risco: Moody's, Fitch e Standard & Poor's. Esse acordo prevê que as agências somente avaliarão algum ativo após receber de antemão quantia total referente ao serviço. Não mais será permitido que sejam feitas análises preliminares, indicando uma possível nota - proporcionando àqueles que as demandou a chance de rechaçá-las caso não estejam satisfeitos. A qualidade das avaliações melhoraria substancialmente. Ainda, as ARs seriam obrigadas a divulgar a conclusão de seus trabalhos assim que os terminassem, mesmo sem o consentimento daqueles que o pediram. Em tese, isso diminuiria a possibilidade de *rating shopping*; contudo, esse objetivo poderia não ser alcançado. Conversas informais entre as duas partes poderiam colocar tudo a perder. Nesse caso, abre-se a necessidade de auditoria por autoridades reguladoras. Por fim, é prevista a criação de instrumentos que penalizem ARs que não operem de forma idônea e eficiente. Nesse sentido, criar-se-

iam normas que passassem a obrigar as agências a manterem certos padrões de análise de risco, assim como que obrigassem essas a estarem constantemente reciclando seu quadro de funcionários. Caso essas não preenchessem esses pré-requisitos, então enfrentariam processos penais menos protegidas judicialmente. Até então ações movidas contra ARs contrapunham-se a grandes barreiras legais que as imunizavam contra perdas.

O *Bank of International Settlements* (BIS), em sintonia com a SEC, sugeriu algumas mudanças na regulação das agências de classificação de risco. Bem como ela, acredita que a padronização dos processos de avaliação é fundamental para um bom funcionamento do sistema financeiro. Por isso acredita que a certificação de empresas com esse fim seja o caminho ideal. No entanto, sugere algumas pequenas mudanças nos critérios que seriam fundamentais para qualificação de uma NRSRO, em comparação com a proposta da SEC no início da década de 90, conforme White (2001):

- a) *objetividade*: metodologia rigorosa e validade histórica das classificações de risco do crédito;
- b) *independência*: estar livre de pressão política ou econômica;
- c) *transparência e acesso internacional*: capacidade de oferecer os seus serviços tanto doméstica como internacionalmente, assim como também deve disponibilizar sua metodologia de trabalho ao público;
- d) *divulgação*: tanto de dados qualitativos - definição de *default* – quanto de quantitativos – taxas de *default* para cada categoria de risco;
- e) *recursos*: deve possuir recursos que lhe possibilite estimar a qualidade de crédito da melhor maneira possível;
- f) *credibilidade*: deve possuir instrumentos que previnam o mau uso de informações confidenciais.

Como é possível notar, as propostas – a do BIS e a da SEC – possuem o mesmo formato. Ambas estabelecem barreiras à entrada – sendo a primeira, institucionalizando internacionalmente esse problema – e ambas estipulam critérios muito semelhantes. Contudo, diferentemente da SEC, o BIS é mais sensível a questões referentes aos resultados – primeiro item - das ARs. Ele exige o acompanhamento histórico do desempenho das agências no que tange à sua perícia em aferir a probabilidade de risco.

White (2001) ainda salienta que a proposta do BIS, apesar de superior à formulada pela SEC, ainda pode ser melhorada. Em primeiro lugar, os critérios que qualifiquem, ou não, uma agência para receber um certificado, devem ser exclusivamente aqueles que julguem suas avaliações e não que julguem a firma propriamente dita. Mas principalmente, já que a confiança nas avaliações das ARs fica sensivelmente abalada em um cenário de grande assimetria de informação, então, para lidar de modo mais eficaz com a estimação de riscos de crédito, é necessário adotar exigências de capital. Entre estas, estariam tais requisitos:

- a) uso de spreads na análise de exigências de capital;
- b) uso pelas instituições financeiras da contabilidade de valor de mercado em seus balanços. Na era digital, proporcionar dados em tempo real torna-se factível;
- c) exigência de provisões – reservas de capital para cujo objetivo seriam prover liquidez em caso de perdas inesperadas.

Hunt (2009) acredita que boa parte dos problemas dos *ratings* nessa crise vinha do fato que muitos dos ativos avaliados eram, de fato, novos produtos financeiros de alta complexidade e, por isso, sua avaliação era dificultada. Mesmo assim, as ARs não se negaram a classificá-los de acordo com suas chances de default, até por que não havia incentivos para que isso não fosse feito, muito pelo contrário. Isso não deveria impedir que as agências oferecessem seus serviços, contudo deveria impeli-las de a divulgar ao público que essas classificações não teriam a mesma qualidade que as outras. Nisso elas falharam. Para evitar que tal fenômeno aconteça de novo, Hunt (2009) propôs uma idéia muito simples. Para ele, as ARs deveriam ser dissuadidas a mostrar ao mercado que seus serviços não seriam de alta qualidade no caso de ativos financeiros novos. O autor argumenta que caso esses *ratings* mostrem-se de baixa qualidade no futuro, as agências que os expuseram deveriam devolver os lucros obtidos com eles. E para que estivessem livres da punição, elas deveriam anunciar, simultaneamente, a divulgação de seus resultados, que estes seriam de baixa qualidade.

Como pudemos ver, cada proposta tem suas peculiaridades próprias. Não só procuram chegar a lugares diferentes através de caminhos distintos, mas também divergem – por vezes bastante – naquilo que consideram relevante e crucial, devendo ser incrementado. Elas partem de premissas distintas. É exatamente por

isso que trilham percursos diferentes e, por vezes, não complementares. Todavia, isso não as desmerece, já toda a linha de pensamento e de pesquisa parte de escopos diferentes e é válida.

5 CONCLUSÃO

As origens dessa última desordem financeira global, com certeza são múltiplas, e algumas somente serão descobertas, muito provavelmente, no futuro. Entretanto, ficou claro que existiram, e, enquanto não se fizer nada a respeito, continuarão a existir, conflitos de interesse envolvendo as agências de classificação de risco e o mercado financeiro, que demanda os serviços dela. Vários são os indicativos que apontam nessa direção, principalmente no que diz respeito à previsão de *default*, que se mostrou demasiada –e erroneamente - otimista. Conflitos de interesses esses que surgem a partir da densa assimetria de informação do mercado e que se traduzem na forma de perigo moral, conduzem as ARs a práticas subótimas para a economia, pois não teriam suas ações propriamente monitoradas. Isso ficou evidente pela péssima qualidade de avaliações de ativos feitas por essas empresas.

Escondidas através de uma legislação que não dispunha de ferramentas para puni-las em caso de má conduta, as agências operavam sem maiores temores de retaliação por parte dos órgãos reguladores. Usando o argumento de que os novos produtos avaliados eram complexos demais e de que não existiam disponíveis fatos e representativos dados históricos que lhes permitissem um bom julgamento quanto ao seu risco deles, o que lhes possibilitou evitar significativos custos de perda de reputação junto ao público. Desta forma, os três principais atores do mercado – Moody's, Standard & Poor's e Fitch – divulgaram avaliações excessivamente otimistas de vários ativos, principalmente daqueles emitidos por grandes entidades financeiras. Favoritismo esse que é interpretado por muitos como produto de consultorias às emissoras de títulos. Ademais, o surto de crescimento econômico ocasionou um otimismo desproporcional por parte dos investidores, que passaram a acreditar ainda mais nos *ratings* publicados, não adotando uma postura mais cautelosa e exigente no que diz respeito aos mesmos. Isso também contribuiu para a queda de qualidade nas classificações de risco de crédito.

O papel do estado, através de seus órgãos reguladores, também foi prejudicial à economia, já que alterou artificialmente a demanda pelos serviços. A adoção dos *ratings*, pelo governo, como padrões a serem seguidos, aumentou a

demanda pelo serviço. Ao mesmo tempo, alegando-se a criação de um “alto” padrão nesse nicho de mercado, foram erguidas severas barreiras à entrada, reduzindo dramaticamente a oferta de classificação de risco de ativos. Essa situação inflou a importância das ARs e provocou sérias perturbações no equilíbrio do mercado. A relevância dessas, que deveria ser dada pelo mercado, agora é imposta pelos órgãos reguladores, que ao invés de usarem as informações presentes no mercado para procederem na formulação de normas e medidas – tais como *spreads* juros e análises de balanços patrimoniais - usaram *ratings*.

Seja por questões próprias ao mercado ou alheias a ele, fica patente a necessidade de reformas no setor de avaliação de risco. É preciso desenvolver mecanismos que pressionem as ARs a produzir melhores estimativas, do mesmo jeito que é necessário que se criem instrumentos para puni-las em caso de má fé. Também é fundamental deixar que as forças de mercado ajudem neste sentido, jogando para fora do mercado empresas ruins e incentivando posturas mais competitivas. Somente assim conseguiremos nos livrar de problemas tão graves como a influência de instituições financeiras nas operações das ARs, acomodação dessas pela falta de concorrência, *rating shopping*, entre outros.

Acreditamos, portanto, que esse trabalho conseguiu alcançar o seu objetivo de lançar luz sobre a relação das agências de *rating* e a crise financeira de 2007-2008. Justamente pelo fato de elas terem grande impacto sobre os rumos que tomam a nossa economia, e, em última análise, nossa sociedade. Por fim, cremos que elas são relevante tema de estudo e discussão científica futura.

REFERÊNCIAS

ARROW, Kenneth J. Uncertainty and the welfare economics of medical care. **American Economic Review**, Pittsburgh, v.53, n.5, p. 941-973, Dec. 1963.

BAR-ISAAC, Heskj; SHAPIRO, Joel. **Ratings quality over the business cycle**. 2010. Disponível em: <<http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1748/papers/Shapiro.pdf>>. Acesso em: 09 jun. 2011.

BOLTO, Patrick; FREIXAS, Xavier; SHAPIRO, Joel. The credit ratings game. 2011 Disponível em: <<http://www.afajof.org/afa/forthcoming/6905p.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2011.

CASE, Karl E.; SHILLER, Robert J. Is there a bubble in the housing market? **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, n.2, Sept. 2003.

BAILEZ, Martin N.; LITAN, Robert E.; JOHNSON, Matthew S. The origins of the financial crisis. **Fixing Finance Series**, Washington, v. 3, p. 1-48, Nov. 2008.

DOWD, Kevin. Moral hazard and the financial crisis. **The Cato Journal**, Washington, v. 29, n. 1, p 141-166, Dez.-Mar. 2009.

FAMA, Eugene F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**. Chicago, v. 88, n. 2, p. 208-307, Apr. 1980.

GREENE, Richard K.; WATCHER, Susan M. The housing finance revolution. **Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium**, Kansas City, Ago. 2007.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. Takeover bids, the free-rider problem and the theory of corporation. **Bell Journal of Economics**. Santa Monica, v. 11, n. 1, p. 42-64, Mar. 1980.

HE, Jie; QIAN, Jun; STRAHAN, Philip E. Credit ratings and the evolution of the mortgage-backed securities market. **American Economic Review**, v. 101, n. 3, p. 131-135, May 2011.

HOLMSTROM, Bengt; RICARD I COSTA, Joan. Managerial incentives and capital management. **Quarterly Journal of Economics**. Cambridge, v. 101, n. 4, p. 835-860, Nov. 1986.

HUNT, John P. Credit rating agencies and the “worldwide credit crisis”: the limits of reputation, the insufficiency of reform and a proposal for improvement. **Columbia Business Law Review**, New York, v. 2009, n. 1, p. 109-183, Jan. 2009.

JENSEN, Michael C; MECKLING, WILLIAM H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. Rochester, v.3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

LAMBERT, Richard A.; LAKER, David F. Executive compensation, corporate decision making, and shareholder wealth: a review of the evidence. **Midland Corporate Financial Journal**, Malden, v.2 n. 4, p. 6-22, 1985.

LAZEAR, Edward P. Why is there mandatory retirement? **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 87, n. 6, p. 1261-1284, Dec. 1979.

LUCAS, Robert. Liquidity Crisis. **Economic Policy Papers**, Minneapolis, v. 11, n. 3, May 2011.

MAS-COLELL, A; WHINSTON, M. D.; GREEN, J. R. **Microeconomic theory**. New York: Oxford University Press, 1995.

MILGROM, Paul; JOHN, Roberts. **Economics, organization and management**. Englewood Cliffs: Prentice Hall International, 1992.

MILLON, Marcia H.; THAKOR, Anja V. Moral hazard and information sharing: a model of financial information agencies. **The Journal of Finance**, Hoboken, v. 40, n. 5, p. 1403-1422, Dec. 1985.

MOLHO, Ian. **The economics of information: lying and cheating in markets and organizations**. Malden: Blackwell, 2003.

MORRIS, Stephen; SHIN, Hyun S. Financial regulation in a system context. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, n. 2, p. 229-274, Set. 2008.

MUKHOPADHYAY, Bappaditya. Moral hazard with rating agency: an incentive contracting approach. **Annals of Economics and Finance**, Beijing, v. 5, p. 313-333, Nov. 2004.

NICHOLSON, Walter; SNYDER, Christopher. **Microeconomic theory**: Basic principles and extensions. Mason: South-Western Cengage Learning, 2008.

OFFICE OF FEDERAL HOUSING ENTERPRISE OVERSIGHT. Report to congress 2008. Disponível em: <<http://www.fhfa.gov/webfiles/2097/OFHEOReporttoCongress2008.pdf>>. Acesso em: 23 maio 2011.

PARTNOY, Frank. The Siskel and the Ebert of financial markets?: two thumbs down for the credit rating agencies. **Washington University Law Quarterly**. Washington, v. 77, n. 3, p. 619-712, Sept.-Nov. 1999.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

RAJAN, Raghuram G. **Fault lines**. Princeton: Princeton University, 2010.

ROSS, Stephen A. The economic theory of agency: the principal's problem. **American Economic Review**. Pittsburgh, v. 63, n. 2, p. 134-139, May 1973.

ROUBINI, Nouriel; MIHN, Stephen. **Crisis economics**. New York: The Penguin, 2010.

SHAPIRO, Carl; STIGLITZ, Joseph E. Equilibrium unemployment as a worker discipline device. **American Economic Review**. Pittsburgh, v. 74, n. 3, p.433-444, June 1984.

STIGLITZ, Joseph. Credit markets and control of capital. **Journal of Money, Credit and Banking**. Columbus, v. 17, n. 2, p. 133-52, May. 1985.

TRUMAN, Edwin E. **Postponing global adjustment**: an analysis of the pending adjustment of the global imbalances. Institute for International Economics Working Paper Series, Washington, n. WP 05-6, July 2005. No prelo.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia**. Princípios básicos. Uma abordagem moderna. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

VICKERS, John S.; YARROW, George. **Privatisation**: an economic analysis. Cambridge: MIT, 1988.

WHITE, Lawrence J. **The credit rating industry: an industrial organization analysis**. New York University Working Papers, New York, Apr. 2001. Working Paper CLB-01-001. No prelo.

YARROW, George. K. On the predictions of managerial theories of the firm. **Journal of Industrial Economics**. Colchester, v. 24, n. 4, p. 267-279, June 1976.