

# AGÊNCIAS DE *RATING* E RELATIVIZAÇÃO DA SOBERANIA NACIONAL<sup>1</sup>

<http://dx.doi.org/10.21527/2176-6622.2022.58.10394>

Recebido em: 20/3/2020

Aceito em: 6/1/2022

**Letícia Rezende Santos**

Autora correspondente: Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” (Unesp).  
<http://lattes.cnpq.br/5043655644505499>. <https://orcid.org/0000-0002-2430-2818>.  
leticiadireitounesp@gmail.com

**Murilo Gaspardo**

Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” (Unesp).  
<http://lattes.cnpq.br/7249928800890408>. <https://orcid.org/0000-0001-6998-0092>

## RESUMO

Apesar de a noção de soberania ter ocupado lugar central na construção teórica do Estado-Nação, o surgimento e a consolidação de centros decisórios e de poder para além das fronteiras nos séculos 20 e 21, associados à impossibilidade de separação entre questões nacionais e externas, culminaram na percepção de relativização da soberania nacional. Diante dessa conjuntura, o presente artigo teve por objetivo analisar a interferência da atividade das agências de *rating* nos processos decisórios internos, contribuindo para o fenômeno da relativização. A pesquisa teve como sede epistemológica a Teoria Geral do Estado e o método empregado foi o hipotético-dedutivo, ou seja, partindo do conhecimento prévio sobre as concepções de soberania nacional, o papel das agências de *rating* e a possível interferência dessas agências na soberania, foram elaboradas conjecturas e hipóteses acerca da intensidade desse problema e das possibilidades e alternativas a ele, que foram testadas a partir do confronto com observações das realidades grega e brasileira. Essas realidades, por sua vez, foram apreciadas por meio do método de estudo de casos, isto é, estudo qualitativo que abrangeu a coleta e a análise de dados e informações pertinentes. Com base nessa investigação, concluiu-se que, embora seja difícil identificar o grau de influência das agências nas tomadas de decisão internas, é inegável que essa interferência existe e, diante da impossibilidade de restrição ou exclusão de classificações, a alternativa apresentada é a da regulamentação.

**Palavras-chave:** agências de *rating*; crise brasileira; crise grega; globalização; soberania nacional.

## RATING AGENCIES AND RELATIVIZATION OF NATIONAL SOVEREIGNTY

## ABSTRACT

Although the notion of sovereignty has occupied a central place in the theoretical construction of the Nation-State, the emergence and consolidation of decision-making and power centers beyond borders in the 20th and 21st centuries, associated with the impossibility of separating national and external issues, culminated in the perception of relativization of national sovereignty. Given this situation, this article aims to analyze the interference of the activity of rating agencies in internal decision-making processes, relativizing national sovereignty. This research is placed within the epistemological field of the State Theory. The method used was the hypothetical-deductive method, that is, from previous knowledge about the conceptions of national sovereignty, the role of rating agencies and the possible interference of these agencies in sovereignty, conjectures and hypotheses were elaborated about the intensity of this problem and the possibilities and alternatives to it, which were tested from a comparison with observations of the Greek and Brazilian realities. These realities, in turn, were assessed through the case study method, that is, a qualitative study that encompassed the collection and analysis of data and pertinent information. From this analysis, it was concluded that although it is difficult to quantify the influence of the agencies in internal decision-making, it is clear that this interference exists and, given the impossibility of restriction or exclusion of classifications, the alternative presented is to regulate the agencies.

**Keywords:** rating agencies; Brazilian crisis; greek crisis; globalization; national sovereignty.

<sup>1</sup> Pesquisa financiada pelo Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

## 1 INTRODUÇÃO

Embora a noção de soberania tenha sido essencial para a construção teórica do Estado-Nação, a emergência de diversos centros decisórios e de poder para além das fronteiras nacionais e a crescente consciência da interligação e condicionamento entre problemas internos e globais, consolidaram a percepção de um enfraquecimento – ou relativização – da soberania nacional. Tal fenômeno relaciona-se diretamente com o processo de globalização ocorrido no século 20 e intensificado no século 21, no qual o desenvolvimento de tecnologias de informação e de comunicação propiciou a formação de um mercado global com intenso fluxo de capitais e pessoas.

Diante dessa conjuntura, as agências de *rating* – também denominadas de agências classificadoras de risco ou de agências de notação de risco –, sob a proposta de reduzir a assimetria de informação entre investidores e emitentes de ativos financeiros oferecidos nesse mercado globalizado, ganharam significativa importância e influência em se tratando de temas econômicos e políticos em escala mundial. A atuação dessas agências na crise dos *subprimes* de 2007 – que levou a uma crise econômica mundial em 2008 –, no entanto, reacendeu, principalmente nos Estados Unidos e na Europa, a discussão acerca da influência das agências de *rating* na esfera política e da necessidade de regulamentação destas, questão que também é altamente relevante no atual contexto político e econômico brasileiro.

Assim, o presente artigo propôs-se a analisar a interferência da atividade das agências de *rating* nos processos decisórios internos, contribuindo para o fenômeno da relativização da soberania nacional. Para isso, foi utilizado o método hipotético-dedutivo, ou seja, partindo do conhecimento prévio sobre as concepções de soberania nacional, o papel das agências de *rating* e a possível interferência dessas agências na soberania, foram elaboradas conjecturas e hipóteses acerca da intensidade desse problema e das possibilidades e alternativas a ele, que, por sua vez, foram testadas a partir do confronto com observações das realidades grega e brasileira. Tais realidades foram analisadas por meio do método de estudo de casos, ou seja, estudo qualitativo que abrangeu a coleta e a análise de dados.

As técnicas de pesquisa empregadas foram a revisão crítica da bibliografia pertinente e a análise documental, que compreendeu publicações das três principais agências da atualidade – *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch* –, regimentos e códigos de ética destas agências, regulamentações de agências e projetos existentes e notícias referentes ao tema na imprensa nacional e internacional. A escolha de Grécia e Brasil como objetos de investigação se deu, respectivamente, pelo significativo desempenho das agências de *rating* na deflagração do colapso de dívidas soberanas na Europa após a crise de 2008, sendo o caso grego o mais emblemático, e pela relevância das classificações de crédito para os países em desenvolvimento, com repercussão na capacidade destes para pleitear financiamentos no mercado global, além dos impactos que os sucessivos rebaixamentos do *rating* soberano brasileiro tiveram no cenário econômico, político e social.

O artigo subdivide-se em seções além desta Introdução. Na primeira buscou-se traçar as relações entre a relativização da soberania nacional e o processo de globalização financeira; na segunda, delimitaram-se os conceitos de agência de *rating* e *rating* soberano, além das principais críticas voltadas a essas agências; as terceira e quarta seções abordaram, respectivamente, o caso grego e o caso brasileiro; e a quinta seção versou sobre o nexos entre a atuação das agências de *rating* e a relativização da soberania, ao mesmo tempo em que se alvitrou a regulamentação como possível recurso para o amortecimento desse problema. Por fim, na Conclusão, percebeu-se que, embora seja difícil identificar o exato grau de influência das agências nas tomadas de decisão internas, é inegável que essa interferência existe, e que, diante da impossibilidade de restrição ou exclusão de classificações, a regulamentação mostra-se como alternativa viável, desde que certas cautelas e parâmetros sejam adotados. Seguiu-se apresentando as referências bibliográficas consultadas para esta pesquisa.

## 2 A SOBERANIA NACIONAL E O PROCESSO DE GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

Desde a formação dos Estados Modernos a soberania esteve presente como característica fulcral para a existência e a consolidação da figura do Estado. Estabelecer uma única definição e delinear os limites da soberania nacional, entretanto, é uma tarefa inexequível, dadas a carga política do termo e as alterações

conceituais ocorridas ao longo dos séculos. A primeira obra a desenvolver expressamente o conceito de soberania foi *Les Six Livres de la République*, de Jean Bodin, em 1576. Para ele, soberania significava o poder absoluto e perpétuo de uma República e sua titularidade pertencia à comunidade política. Por não atender aos anseios de centralização do poder soberano da época, porém, esse aspecto da teoria de Bodin foi superado por doutrinas que atribuíam a soberania à pessoa do monarca (DALLARI, 2005).

Na Inglaterra o *Bill of Rights*, em 1689, abriu caminho para o surgimento das teorias da soberania popular e nacional (RANIERI, 2013). Já no início do século 19 a noção de soberania como expressão do poder político ganhou força, principalmente porque interessava às grandes potências sustentar sua imunidade ante a quaisquer limitações jurídicas. A partir da metade do século 19 e início do século 20, a teoria da personalidade jurídica estatal consolidou a concepção do Estado como verdadeiro e único titular da soberania, de modo que esta passou a ser elencada como um dos principais elementos do Estado-Nação (DALLARI, 2005).

Em meados do século 20, contudo, o Estado Moderno encontrou como obstáculo para a centralidade, unidade e territorialidade de seu poder, uma diversidade de centros decisórios e de produção de direito, de modo que sua soberania passou a ser “partilhada ou compartilhada com os demais sujeitos da ordem internacional, provocando o declínio da autoridade estatal, assim como a perda do monopólio do poder político” (RANIERI, 2013, p. 101-102). Ao mesmo tempo, observou-se a predominância da economia sobre a política, atribuída, principalmente, a “processos de transnacionalização dos mercados de insumos, produção, capitais, finanças e consumo” e à “perda do controle estatal sobre a moeda, associada à tecnologia da informação e à organização da sociedade em rede”, acarretando, assim, a percepção de relativização da soberania nacional (RANIERI, 2013, p. 79).

Esse fenômeno é atribuído ao processo de globalização financeira ocorrido no século 20. Segundo Bauman (1999, p. 67), o termo globalização não remete a iniciativas e projetos intencionais, mas, sim, a “efeitos globais, notoriamente não pretendidos e imprevistos”, abrangendo o “caráter indeterminado, indisciplinado e de autopropulsão dos assuntos mundiais”, bem como “a ausência de um centro, de um painel de controle, de uma comissão diretora, de um gabinete administrativo”, que se traduz em uma “nova desordem mundial”.

O primeiro sintoma da interdependência entre as nações se deu com a quebra da bolsa de valores de Nova York em 1929. Numa tentativa de amenizar os efeitos dessa crise e a desolação causada pela Segunda Guerra Mundial, em 1944 representantes de vários Estados se reuniram em Bretton Woods objetivando instituir uma “nova ordem monetária internacional”. Desse encontro resultaram o estabelecimento de um regime de câmbio fixo e a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD – atualmente conhecido como Banco Mundial). O sistema de Bretton Woods funcionou relativamente bem até o final da década de 70 do século 20, quando entrou em colapso com a recessão econômica global (LEWANDOWSKI, 2004, p. 50-58).

A partir de 1989, então, passou a vigorar o denominado “Consenso de Washington”, que, inicialmente, seria um receituário para combater a crise econômica de países latino-americanos baseado na liberalização do comércio, na privatização das empresas estatais, “na estabilização da moeda e no equilíbrio das contas públicas”. Esse Consenso, todavia, passou a sintetizar a visão norte-americana sobre a política econômica ideal aos países pobres e em desenvolvimento, servindo de critério para a renegociação de dívidas e para a concessão de novos empréstimos por parte dos Estados Unidos, do FMI, do Banco Mundial e do sistema financeiro privado (LEWANDOWSKI, 2004, p. 65-66).

A liberalização e a desregulamentação dos mercados na década de 90, por sua vez, levaram a uma supervalorização do capital especulativo, contribuindo para a existência de um “capitalismo de cassino”, caracterizado pela ânsia dos investidores internacionais na obtenção do maior lucro possível no menor espaço de tempo, sem se preocuparem com os impactos nas economias reais dos países nos quais estão investindo. Surgiu, então, o fascismo financeiro, cujas lógicas espacial e temporal contrapõem-se ao processo democrático de intervenção e deliberação, dando grande poder discricionário ao capital especulativo, capaz de desestabilizar a economia e o sistema político de qualquer país (SANTOS, 2003, p. 23-24), além de propiciar a intervenção de outros atores internacionais não institucionalizados, como as agências de *rating*, nas tomadas de decisão nacionais referentes ao mais diversos temas.

Como consequência dessa nova conjuntura socioeconômica, tornou-se praticamente impossível a distinção entre os problemas internos de cada país e os problemas de ordem internacional, de modo que, muitas vezes, questões globais não somente são parte das questões nacionais, mas passaram a condicionar as suas respectivas soluções (LEWANDOWSKI, 2004). Embora, no entanto, os Estados mantenham formalmente o *status* de soberanos, na prática quase todos não conseguem mais estabelecer e realizar objetivos de forma isolada, encontrando-se materialmente limitados em sua autonomia decisória (FARIA, 1999).

Ressalva-se, no entanto, que a própria ideia de relativização da soberania não é unanimidade na literatura. Seja porque os Estados continuam exercendo papel central na promoção de direitos fundamentais e na criação e estruturação de sistemas jurídicos (RANIERI, 2013), ou porque “jamais um Estado, por mais poderoso que fosse, logrou subtrair-se integralmente aos condicionamentos da natureza jurídica ou de ordem fática”, não existindo, por conseguinte, registro de uma soberania sem limites (LEWANDOWSKI, 2004, p. 300).

Não obstante, conforme buscar-se-á demonstrar nas seções seguintes, o que se observa atualmente não corresponde a mero processo normal de ressignificação da soberania, uma vez que a velocidade do fluxo de capital no mundo globalizado o coloca “permanentemente um passo adiante de qualquer Estado [...] que possa tentar conter e redirecionar suas viagens” (BAUMAN, 1999, p. 63), de modo que o capital financeiro não somente passou a financiar parte da atividade estatal por volta dos anos 1990, como seus diversos agentes, tais como investidores independentes, instituições financeiras internacionais, fundos de pensão e carteiras de investimento, passaram a influenciar a tomada e os rumos de decisão de ordem macroeconômica.

### 3 AS AGÊNCIAS DE RATING

As agências de *rating* – também denominadas agências de notação de risco ou agências de classificação de risco – “são empresas privadas e independentes, especializadas na prestação de serviços profissionais de avaliação de crédito de entes emitentes de instrumento de dívida (*issuer*)”, tais como empresas, indivíduos, Estados federados ou Estados soberanos (GULLO, 2014, p. 10). A razão de ser, portanto, das agências de classificação de risco, é “resolver o problema da assimetria de informações entre tomadores e emitentes quanto à qualidade de crédito deste último” (ELKHOURY, 2008, p. 1), ao mesmo tempo em que influenciam os preços relacionados ao crédito – posto que os emissores com classificações mais baixas pagam taxas de juros e prêmios de risco mais elevados – e determinam a elegibilidade do crédito e outros instrumentos financeiros para as carteiras de certos investidores institucionais devido à existência de regulamentações que condicionam a detenção de títulos de dívidas aos *ratings* emitidos pelas agências.

Especialmente no que concerne aos Estados, os *ratings* soberanos expressam a solvibilidade dos governos e a credibilidade da dívida soberana em relação a credores privados, além de, normalmente, servirem de limite para outros *ratings* dentro da mesma jurisdição (BHATIA, 2002, p. 04). A procura desse tipo de classificação pelos governos é uma forma de facilitar seu próprio acesso e o acesso de outros emissores domiciliados dentro de suas fronteiras aos mercados de capitais internacionais, nos quais muitos investidores, especialmente os norte-americanos, preferem títulos classificados a títulos não classificados, ainda que sejam, aparentemente, semelhantes (CANTOR; PARKER, 1995).

A busca por *ratings* soberanos cresceu drasticamente na década de 90 do século 20, pois, ao reduzir a incerteza dos investidores em relação às exposições ao risco, essas classificações permitiram que muitos Estados, inclusive os com histórico de inadimplência, tivessem acesso ao mercado de títulos internacionais (CANTOR; PARKER, 1995). Isso torna-se extremamente importante, uma vez que, diferentemente do que ocorria até os anos 1980, quando o principal fornecedor externo de crédito aos governos era um grupo restrito de grandes bancos internacionais, hoje, em substituição aos empréstimos sindicalizados, tem-se o uso dos bônus e títulos como principais instrumentos de captação de recursos, sendo o conjunto de credores maior, mais difuso e heterogêneo (CANUTO; SANTOS, 2008).

A despeito dessa importância que os *ratings* possuem no mercado financeiro globalizado, as agências alertam para o fato de que suas avaliações constituem opiniões, não representando recomendações para comprar, vender ou deter um título (ELKHOURY, 2008). Ademais, as classificações se apresentariam apenas como “indicadores de risco relativo”, posto que o fato de um governo receber uma alta classificação não significa que ele necessariamente permanecerá adimplente, mas somente que isso tenderia a acontecer mais

frequentemente ao longo do tempo do que no caso de países com classificações inferiores (CANUTO; SANTOS, 2008, p. 12).

Além disso, é necessário frisar que a atuação das agências de *rating* era alvo de questionamentos antes mesmo da crise dos *subprimes* em 2007. As críticas concentravam-se em seu comportamento pró-cíclico agravador de colapsos financeiros, no potencial conflito de interesses entre agências, investidores e emissores de crédito, e no subjetivismo do processo de avaliação dos Estados.

Segundo Elkhoury (2008), os *ratings* tenderiam a ser atrasados em relação ao mercado financeiro e a reagirem exageradamente quando as finanças mudam. Essa reação exagerada, por seu turno, seria responsável pelo agravamento de crises, contribuindo para uma maior instabilidade financeira e para o contágio dessa instabilidade entre os países. Em 1994, por exemplo, as agências falharam ao não conseguirem prever a crise econômica mexicana, que repercutiu em diversas outras economias: em 20 de dezembro daquele ano a desvalorização do peso desestabilizou o mercado financeiro mundial; até o dia 22 do mesmo mês, todavia, a *Standard & Poor's* classificava a dívida soberana do México em apenas um nível abaixo do grau de investimento, com perspectiva positiva (LARRAÍN; MALTZAN; REISEN, 1997).

Outras falhas na aferição dos *ratings* soberanos foram devassadas entre o final dos anos 1990 e início dos anos 2000: a crise russa, em 1998, ocasionada por turbulências de ordem política, reforçou a visão tradicional de probabilidade de inadimplência em moeda local; a moratória do *Eurobond* por parte do Paquistão, em 1999, sinalizou a possibilidade de o governo central impor uma repartição de encargos entre seus credores e aumentou a necessidade de vigilância em cenários de inadimplência seletiva; a crise da Argentina entre os anos 2001 e 2002 representou o maior *default* de títulos soberanos internacionais da história; a resposta tardia das agências à turbulência econômica uruguaia em 2002 evidenciou que os lapsos na classificação dos Estados ainda não haviam sido superados (BHATIA, 2002).

Mais recentemente, em 2007, a crise do *subprime* escancarou a persistência de imprecisões na atribuição de *ratings* e o conseqüente comportamento pró-cíclico das agências. No segundo semestre do respectivo ano, diante do clima de desconfiança no setor financeiro, as classificações dos títulos e derivativos do *subprime* foram repentinamente rebaixadas.<sup>2</sup> Bancos Centrais precisaram injetar dinheiro nas instituições financeiras para conter maiores conseqüências, falências começaram a acontecer e, em 2008, o Lehman Brothers, um dos maiores e mais tradicionais bancos estadunidenses, faliu (GULLO, 2014). Grande parte da responsabilidade pela eclosão dessa crise é imputada às agências de *rating*, pois, uma semana antes de a crise ser deflagrada, os títulos *subprime* eram classificados com boas notas. Mesmo o Lehman Brothers, quando já estava à beira da falência, recebia uma alta classificação.

A discussão acerca do potencial conflito de interesses entre agências, investidores e emissores de crédito, por sua vez, gira em torno da monopolização do mercado de *rating*, da forma de financiamento dessas agências e da existência de classificações não solicitadas. A despeito do surgimento de um grande número de novas agências nos últimos anos, o mercado de *rating* é composto majoritariamente pelas “três irmãs”: *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch* (DÜKER, 2012).

Ademais, não se pode perder de vista que se tratam de empresas privadas com fins lucrativos, cuja remuneração provém do próprio avaliado (*issuer-pay model*) ou de investidores interessados em ter acesso às mais diversas informações (*subscriber-pay model*), caracterizando a indústria de *rating* como um *two-sided Market*. A grande crítica a esse sistema é que podem ocorrer incompatibilidades entre o propósito da agência de divulgar informações corretas e confiáveis, o interesse do emitente, que é ser bem avaliado, e as pretensões do investidor, além da incerteza se as agências atribuíam a mesma classificação a um emitente ou título independentemente de quem tivesse a contratado (GULLO, 2014).

Especificamente sobre os *ratings* soberanos, Larraín, Maltzan e Reisen (1997) atentam para o fato de que a maior parte da receita das agências resulta de taxas que os governos pagam ao solicitarem *ratings*

<sup>2</sup> Diante de um mercado imobiliário superaquecido, as instituições financeiras estadunidenses passaram a expandir seus negócios buscando novos clientes, inclusive entre aqueles que apresentavam situação financeira desfavorável, o que resultou na concessão de empréstimos hipotecários sem exigência de garantias mínimas por parte dos tomadores. Tais empréstimos receberam o nome de *subprime loan*, *subprime mortgage* ou, somente, *subprime* (GULLO, 2014).

de suas emissões de títulos. Por receio, portanto, de perderem a demanda por essas classificações e, por conseguinte, a receita das taxas, as agências poderiam atrasar um *downgrade*. Há, ainda, a possibilidade da prática de *rating shopping*:

[...] Como é cediço, geralmente são os próprios avaliados que encomendam a realização de uma análise e classificação de *rating*, sendo que o pagamento pode ser efetivado apenas após a previsão de qual será a classificação do *rating*. Assim, se o avaliado ficar insatisfeito com o *rating* que lhe for previsto, ele poderá solicitar um segundo *rating* para outra agência que lhe parecer menos exigente e optar pela agência que mais lhe favorecer (GULLO, 2014, p. 39).

Finalmente, argumenta-se que, nas classificações dos países, além de critérios quantitativos, fatores qualitativos são sopesados, havendo certo grau de subjetividade em seu julgamento e ponderação. Ferri e Liu (2002) destacam que os critérios utilizados pelas agências em países desenvolvidos são diferentes daqueles aplicados em países em desenvolvimento. Observa-se, por exemplo, que sempre que os países em desenvolvimento sofrem um *downgrade* em seus *ratings* soberanos as classificações das empresas sediadas nesses países são afetadas negativamente, correlação que se mostra insignificante em empresas situadas em países desenvolvidos.

Tal subjetividade reflete-se, também, na discordância sobre as classificações soberanas entre as próprias agências. Cantor e Parker (1995) advertem que essa discrepância está relacionada à inexperiência das agências na realização de *ratings* soberanos e na dificuldade de mensurar condições políticas e econômicas que afetam a disposição de pagar de um país. As faltas de objetividade e de maior clareza acerca dos pesos atribuídos a esses critérios representam um enorme risco, tendo em vista que países mutuários, visando a evitar o rebaixamento dos *ratings*, aderem a políticas que interessam em curto prazo para os investidores, mesmo quando essas conflitam com a necessidade de desenvolvimento a longo prazo (ELKHOURY, 2008).

#### 4 O CASO GREGO

Em 2008, como consequência da crise do *subprime*, teve início a crise das dívidas soberanas na Europa, sendo a Grécia o país mais afetado à época. Thomadakis (2015) ressalta que as crises fiscal e política gregas resultaram de um processo histórico complexo e que o isolamento de um aspecto desse processo conduziria à construção de um argumento reducionista: os países nórdicos europeus atribuíram a crise grega a uma sequência de políticas ruins e hábitos sociais improdutivos; populistas gregos culpavam o imperialismo alemão; analistas esquerdistas criticaram a arquitetura da zona do Euro; o governo grego eleito em 2015 culpou as políticas de austeridade; os estudiosos das fraquezas endógenas do desenvolvimento grego focaram ou na política realizada após a adesão à zona do Euro ou nas deformidades estruturais do sistema político a longo prazo.

Em investigação mais abrangente, Kouretas e Vlamis (2010) responsabilizam três atores pela crise grega: em primeiro lugar a principal responsabilidade recairia sobre o governo grego, que conduziu de forma errônea a economia doméstica, aumentando ainda mais a dívida pública – uma das maiores da zona do euro; em segundo lugar as agências de *rating*, que foram incompetentes na crise do *subprime* e reagiram exageradamente para tentar desvendar potenciais crises de dívida soberana, de modo que países como a Grécia, com elevados déficits orçamentários, eram alvos naturais; e a reação tardia do Banco Central Europeu e de outros governos da zona do euro, ligada à ineficácia dos mecanismos preventivos e remediadores de crise da União Europeia, que levaram a uma desconfiança ainda maior por parte do mercado financeiro.

Logo, as agências de *rating*, além de terem falhado e favorecido a eclosão da crise dos títulos *subprime*, agravaram ainda mais a situação grega perante o mercado internacional, por meio dos sucessivos rebaixamentos da classificação soberana da Grécia, no maior número de anúncios de *rating* entre abril de 2007 e 2010. O anúncio mais grave sobre a Grécia foi a alteração, em 8 de dezembro de 2008, do *rating* soberano de “A-” para “BBB+”, pela *Fitch*, seguido por medidas semelhantes das demais agências. Esse *downgrade* marcou a primeira vez em dez anos em que o país teve classificação abaixo de “A”. Dentro de minutos após a decisão da agência tornar-se pública, o euro sofreu forte desvalorização perante o dólar e outras moedas, refletindo a preocupação sobre as possíveis repercussões que um suposto calote grego teria sobre a zona do euro. Os

mercados europeus também foram impactados pelo rebaixamento: o índice europeu *FTSEurofirst* caiu 1,5%, e o *FTSE 100*, principal índice da bolsa de Londres, caiu 1,65% (SEAGER; SMITH, 2009).

A atividade das agências nesse período foi alvo de diversas críticas por parte das autoridades europeias. Em abril de 2010, reagindo ao rebaixamento da Grécia para o grau especulativo pela *Standard & Poor's*, a União Europeia emitiu anúncio em que afirmava ter plena confiança no governo grego para enfrentar suas dívidas, que ultrapassavam 300 bilhões de Euros, pedindo que as agências de *rating* e outros atores financeiros agissem de forma responsável e rigorosa (WACHMAN, 2010). Em maio de 2011 o Ministério das Finanças grego, em resposta ao *downgrade* do *rating* soberano de longo prazo de “BB-” para “B” e de curto prazo de “B” para “C” pela *Standard & Poors*, emitiu uma nota declarando que tal rebaixamento não se justificava e que a agência estaria reagindo a especulações de mercado, baseando-se em rumores e reportagens e não em dados objetivos, anúncios das autoridades e avaliações realistas das condições econômicas do país, uma vez que não ocorrera nenhum novo desdobramento negativo ou tomada de decisão desde o anúncio de *rating* anterior (DECLOEDT, 2011). Em julho de 2011, durante uma conferência grega em Berlim, o ministro grego Lambridinis, criticando o rebaixamento do *rating* soberano de Portugal para o grau especulativo pela *Moody's*, reiterou que a decisão da agência não foi baseada em qualquer falha na execução de reformas econômicas, refletindo tão somente a suposição de que Portugal precisaria de um segundo resgate. Ainda, de acordo com essa autoridade, tal medida teria característica de uma “profecia autorrealizadora”, posto que agravaria as dificuldades financeiras de Portugal (CHAVES, 2011).

Diante desse quadro calamitoso, desde 2009 a Grécia se viu obrigada a aderir a uma série de medidas de austeridade visando a aumentar a confiança do mercado internacional e a conseguir empréstimos com outros países, com a União Europeia e com o Fundo Monetário Nacional (FMI). Em 15 de janeiro de 2010 o *Programa Grego de Estabilidade e Crescimento* foi submetido à Comissão Europeia, sendo centrado em reajustes fiscais, com aumento de impostos e reduções de gastos públicos (KOURETAS; VLAMIS, 2010). Já em 2011 um novo pacote de austeridade foi aprovado, atingindo o setor tributário, com o aumento de impostos sobre diversos produtos e serviços, o setor público, com a supressão de 150 mil empregos públicos, redução dos salários, corte em investimentos sociais, além de uma série de privatizações, e o setor trabalhista, com a facilitação da redução de custos de pagamentos para as empresas por meio da suspensão da negociação salarial da indústria (BBC, 2011).

Em 2015 a Grécia voltou a ser pressionada pela União Europeia para a aprovação de novas medidas de austeridade como forma de evitar o colapso financeiro e a expulsão do bloco europeu (RANKIN; SMITH; TRAYNOR, 2015). Consequentemente, sob fortes protestos populares e de oposição, o Parlamento grego aprovou uma série de políticas que incluía aumento de impostos e alterações na aposentadoria, como o estabelecimento de idade mínima de 67 anos para aposentar (BBC, 2015).

## 5 O CASO BRASILEIRO

Identificar os fatores que levaram o Brasil às atuais crises política e econômica é especialmente difícil, uma vez que, diferentemente da Grécia e dos demais países de economias periféricas e semiperiféricas, a economia brasileira demorou a sentir os efeitos da crise mundial de 2008 e, mesmo quando analisados os reflexos diretamente ligados à crise, estes são muito mais amenos do que os percebidos no restante do mundo. Ainda, os problemas de ordem econômica vieram acompanhados de fortes turbulências políticas, posto que, por diversas vezes, correlacionam-se uns como sendo causa ou consequência dos outros.

Ademais, o papel e a importância das agências de *rating* na economia brasileira se relacionam diretamente com a forma de inserção dos países em desenvolvimento na finança mundializada. Por muito tempo disseminou-se a ideia de que uma maior integração de economias emergentes no mercado mundial, por meio da entrada de capitais privados, favoreceria a recuperação do atraso e o crescimento. Em 1970, o controle de câmbio e as fortes flutuações das principais divisas favoreciam financiamentos externos sob a forma de empréstimos bancários, o que beneficiou o setor público, principalmente em países que seguiram estratégias de industrialização voltadas à satisfação do mercado interno. A elevação da taxa de juros e a alta do dólar em 1980, entretanto, levaram os países em desenvolvimento a uma *década perdida* devido ao peso da dívida e às obrigações de adotar políticas de ajuste impostas pelo FMI. Já na década de 90 do século 20, o

financiamento passou a ser, novamente, predominantemente privado, sob a forma de investimentos diretos e investimentos em carteira (CAMARA; SALAMA, 2005).

Uma das consequências dessa inserção diferenciada no mercado global é a ocorrência de crises financeiras de um tipo diverso. Nos países em desenvolvimento, a atração de capital especulativo e o endividamento, combinada à liberalização e à desregulamentação da economia, resultam em um crescimento volátil, que repousa sobre um fio de navalha e tem uma dependência financeira elevada em relação ao mercado externo. Além disso, em momentos de desconfiança ou crise da economia mundial, a interrupção da fuga desses capitais exige a adoção de taxas de juros astronômicas que paralisam a produção e precipitam a recessão. Ao mesmo tempo, a economia de cassino obriga a adoção de medidas que desacelerem o crescimento, seja para prevenir crises financeiras ou para fazer frente aos efeitos da crise (CAMARA; SALAMA, 2005).

Sob essa perspectiva, também é possível compreender parte da atual crise brasileira. Assim como as demais economias emergentes, o Brasil abriu seu mercado financeiro na década de 90 e, desde então, continuou recebendo fortes entradas de capital especulativo. Concomitantemente, muitas empresas, como a Petrobrás, aproveitaram-se da desregulamentação financeira para obter empréstimos nacionais a longo prazo. Com a crise de 2008, no entanto, o mercado financeiro e as agências de *rating* passaram a ver com cautela investimentos mais arriscados, como o caso de economias em desenvolvimento com alto grau de endividamento, entre as quais se enquadra o Brasil.

No caso brasileiro, embora as agências não tenham tido um protagonismo tão grande como no grego, os *downgrades* também ocorreram e levaram à saída de capital estrangeiro. A avaliação mais crítica foi a feita em 9 de setembro de 2015 pela *Standard & Poor's*, que abaixou a nota brasileira de “BBB-” para “BB+”, significando o rebaixamento do país para o “grau de especulação”, medida que foi acompanhada pelas demais agências. Ocorre que, além de serem menos interessantes para a maioria dos investidores, títulos de dívida em “grau de especulação” sofrem diversas restrições por regulamentos de fundo de pensão, posto que alguns somente aceitam títulos avaliados como “grau de investimento”.

Em resposta à saída de fundos de investimentos e fuga de capital estrangeiro, os principais mercados financeiros brasileiros se prenderam a um processo de desvalorização cambial, de aumento dos custos de financiamento externo e de elevação das taxas de juros domésticas, que, por sua vez, agravaram a ameaça de dois ciclos viciosos adicionais: o primeiro relacionado ao impacto do *rating* soberano nos setores empresariais, visto que, quanto maior a pressão sobre os títulos governamentais e sobre a moeda maior a ameaça de propagação da crise para o mercado corporativo; já o segundo relaciona o setor financeiro às perspectivas econômicas: quanto maior a desordem dos mercados, maior o risco para a economia real (EL-ERIAN, 2015).

Como forma de eliminar a ameaça crescente de efeitos negativos em cascatas, recorreu-se a políticas de ajuste fiscal e redução de despesas públicas, políticas que começaram a ser executadas pelo governo Dilma em 2015 e foram aprofundadas pelos governos Temer (2016-2018) e Bolsonaro (2019-2022). Nesse sentido, destacam-se: (1) a aprovação da Proposta de Emenda à Constituição (PEC) nº 55/2016 (convertida na Emenda Constitucional nº 55/2016), também conhecida como a “PEC dos Gastos Públicos”, medida que congelou as despesas do governo central, corrigidas pela inflação, por até 20 anos, com a finalidade de conter o rombo nas contas públicas, superar a crise econômica e recuperar a confiança do mercado financeiro; (2) a Reforma Trabalhista (Lei nº 13.467/2017), que flexibilizou direitos historicamente conquistados, como o limite semanal da jornada de trabalho e os intervalos intrajornadas, entre outros; e (3) a Reforma da Previdência, em 2019. Atualmente, caminha-se para a discussão e aprovação das Reformas Administrativa e Tributária.

## 6 AGÊNCIAS DE RATING E A RELATIVIZAÇÃO DA SOBERANIA NACIONAL

Conforme depreende-se das seções anteriores, os *ratings* tornaram-se fundamentais diante de um mercado altamente globalizado, reduzindo a assimetria de informações entre credores e emitentes de títulos, ao mesmo tempo em que possibilitaram que muitos países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento e empresas neles situadas conseguissem captar recursos no mercado internacional (NOGUEIRA, 2011). Desse modo, os países classificados pelas agências com grau de investimento possuem condições mais favoráveis

para o financiamento governamental, e melhoras na classificação implicam a atração de investidores institucionais que possuem restrições de investimento relacionadas ao *rating*.

Ademais, o *rating* soberano tem impacto sobre as possibilidades de financiamento empresarial, tendo em vista que empresas podem ter suas classificações revisadas em razão do aumento do *rating* soberano do país em que se situam. Acerca do poder e da influência que as agências de *rating* possuem nos Estados Unidos e no mundo, o senador americano Joseph Lieberman, em 2004, já afirmava que:

*The credit raters hold the key to capital and liquidity, the lifeblood of corporate America and of our capitalist economy. The rating affects a company's ability to borrow money; it affects whether a pension fund or a money market fund can invest in a company's bonds; and it affects stock price* (HILL, 2004, p. 47).

Diante, todavia, da análise dos casos grego e brasileiro, observa-se que estabelecer um vínculo direto entre as classificações pelas agências de *rating* e as tomadas de decisão soberanas é complexo, uma vez que *downgrades* normalmente ocorrem em meio a crises econômicas já deflagradas e situações que levam à adoção de políticas de austeridade vêm acompanhadas por outros fatores, como a incapacidade de governos anteriores de criar políticas fiscais eficientes e a forte dependência do mercado externo.

Do mesmo modo, é necessário demarcar as diferenças existentes entre esses dois países. A crise grega apresenta-se como consequência direta da crise dos *subprimes* em 2007, à medida que a crise brasileira reflete muito mais a forma de inserção de países subdesenvolvidos e em desenvolvimento na economia global. As dificuldades para o enfrentamento das crises também são distintas: apesar de a Grécia, como país membro da União Europeia, contar com um apoio maior de economias mais sólidas e fortes, podendo obter empréstimos com maior facilidade que o Brasil, a obrigatoriedade da política cambial do euro anula as possibilidades de valorização e desvalorização da moeda como uma das formas de alavancar a economia.

A despeito dessas diferenças, no entanto, fica evidente em ambos os casos que em economias tão dependentes do capital estrangeiro o rebaixamento de *ratings* soberanos preocupa, sobretudo por refletir em outros *ratings* da mesma nação, agravando situações que já são críticas. Ainda, no que diz respeito aos Estados, tem-se que o endividamento público, tão afetado pela emissão de *ratings*, é fundamental para a “distribuição intertemporal ótima das políticas públicas”, pois, por meio dele, a execução destas pode ser temporariamente desagregada da arrecadação dos recursos para financiá-las (NOGUEIRA, 2011, p. 6).

Ainda, observa-se que os relatórios e as declarações emitidos pelas agências não se restringem à atribuição de notas, mas adentram diretamente em questões sociais e jurídicas de interesse nacional. Tem-se, por exemplo, a declaração acerca da desistência da votação da Reforma da Previdência, dada por Samar Maziad, analista sênior da *Moody's*, em fevereiro de 2018:

Embora já esperássemos que uma reforma ampla fosse improvável, abandonar os planos para aprovar a proposta é negativo para o perfil de crédito do país, uma vez que restringirá fortemente a capacidade das autoridades de cumprir o teto de gastos do governo nos próximos anos (G1, 2018).

Além disso, na avaliação realizada em dezembro de 2019, a S&P, mantendo a classificação do Brasil em BB-, mas elevando a perspectiva para positiva, declarou, em nota, que a taxa de juros mais baixos e a execução da agenda de reformas devem contribuir para o crescimento e perspectivas de investimento nos próximos anos, desde que acompanhadas da melhora nos resultados fiscais (VEJA, 2019). Nesse mesmo sentido, Shelly Shetty, codiretora de *rating* soberano para as Américas da Fitch, aduziu que uma recuperação contida da economia é esperada este ano, sendo necessário ver o progresso em relação à aprovação de reformas (CAVALCANTI; SILVA JUNIOR, 2020).

Visando, então, ao aumento ou à manutenção de *ratings* como forma de obter a confiança de investidores internacionais, recorre-se a políticas de austeridade, resultando, na maioria das vezes, em perda de direitos historicamente conquistados, longas recessões econômicas e desfavorecimento de classes sociais já prejudicadas. Seguindo essa lógica, tem-se a fala do ministro da Economia, Paulo Guedes, em reunião com a *Frente Parlamentar de Indústria de Máquinas e Equipamentos* em dezembro de 2019, após a aprovação da Reforma da Previdência, de que “a expectativa nossa é que estamos já a caminho do *upgrade*. Isso normalmente leva 2 anos, mas acho até que vamos conseguir antecipar”, e que para o Brasil manter esse crescimento é necessário que o governo siga com o ritmo de reformas (INFOMONEY, 2019).

Por conseguinte, forma-se um paradoxo: de um lado tem-se a sociedade que demanda a efetivação de direitos consagrados na Constituição e, de outro, os credores internacionais que, objetivando o retorno de seus investimentos, exigem a observância de políticas econômicas ortodoxas, como o corte de gastos com atividades essenciais para saldar obrigações financeiras assumidas, pressionando os Estados a adotar posturas que melhorem sua classificação, posto que o investimento em políticas públicas para garantir direitos constitucionais está fortemente atrelado à capacidade de o Estado angariar recursos externos por meio da emissão de títulos. Avaliações emitidas pelas agências, portanto, constituem mecanismos indiretos de intervenção na política macroeconômica dos Estados por meio da “canalização e parametrização das opiniões difusas dos agentes do mercado financeiro internacional sobre as condições econômicas de um determinado país”, relativizando, assim, a soberania nacional (NOGUEIRA, 2011, p. 94).

Não obstante, entretanto, os aspectos adversos no processo de atribuição de *ratings*, tais classificações são essenciais para a viabilidade do mercado financeiro internacional. Não se discute aqui, portanto, a extinção ou redução da atividade classificatória, e, sim, como alternativa, sugere-se a criação ou aprimoramento de regulamentações das agências, com o objetivo de prevenir eventuais crises e conflitos de interesse e tornar os *ratings* mais confiáveis e, para isso, analisou-se os principais regulamentos e propostas de regulamentação existentes.

No plano internacional, em setembro de 2003 o Comitê da Organização Internacional das Comissões de Valores Imobiliários (*International Organization of Securities Commissions – Iosco*) emitiu três relatórios relativos as agências: a) Relatório Sobre as Atividades das Agências de Classificação de Crédito; b) Declaração de Princípios sobre as Atividades das Agências de *Rating* de Crédito; e c) Relatório sobre a Análise de Conflitos de Interesse. Esses relatórios ressaltaram o papel importante que as agências desempenham nos mercados financeiros e visavam a assegurar uma maior confiabilidade para suas classificações (ELKHOURY, 2008).

Em dezembro de 2004 foi aprovado um Código de Condutas Fundamentais para as Agências de Classificação de Crédito (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*) pela Iosco, que tencionava servir de modelo de regulamentação e de funcionamento a ser incorporado pelos códigos de conduta individuais de cada agência, abordando aspectos ligados à integridade do processo de avaliação, monitoramento e atualização de informações, transparência e tratamento de informações confidenciais, entre outras (GULLO, 2014). A Iosco, contudo, não impôs a obrigatoriedade de adoção do Código, apenas recomendando a adoção voluntária de suas regras (IOSCO, 2004). Em seguida, *Moody's* e *Standard & Poor's* publicaram seus próprios Códigos de Conduta Profissional, alinhando suas políticas e procedimentos ao Código da Iosco (ELKHOURY, 2008).

Nos Estados Unidos, no período anterior à crise dos *subprimes*, havia um sistema de cadastro de Agências de *Rating* Nacionalmente Reconhecidas (NRSRO's) e o *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, que objetivavam melhorar a qualidade dos *ratings*, dando maior segurança aos investidores e promovendo a responsabilização, transparência e competição entre as agências. Em junho de 2010, visando o enrijecimento da legislação, foi sancionado o *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protect Act*. Composto por 16 títulos e 1.601 artigos, a Lei introduziu várias medidas regulatórias da economia estadunidense e, no que se refere às agências, o título IX, “*Investor Protections and Improvements to Regulation of Securities*”, trouxe o subtítulo C, “*Improvement to the Regulations of Credit Rating Agencies*”, formado por 17 artigos, que, dentre outras medidas, reconheceram o interesse público nacional das atividades classificatórias e determinaram a criação do *Office of Credit Ratings* para supervisionar as NRSRO's (ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA, 2010).

Como forma de combater a monopolização do mercado de *rating*, a União Europeia, em 2011, fez uma consulta pública na qual foi sugerida a criação de uma agência de *rating* europeia nova e independente (GULLO, 2014). A ideia de criação de uma Agência Europeia repousa nos argumentos de aumento de competitividade do mercado de *rating*, da necessidade de fazer frente a agências de *ratings* com fins lucrativos e da dedicação exagerada das três maiores agências de *rating* aos mercados financeiros dos Estados Unidos, não destinando a devida atenção às peculiaridades dos mercados europeus (DÜKER, 2012). Em 2015 os países que compõem o Brics (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) também discutiram a criação de uma agência de notação de risco própria.

Ainda, a União Europeia procurou ampliar e fortalecer a sua regulamentação. A legislação europeia já contava com algumas leis esparsas que se referiam às agências, mas somente em 16 de setembro de 2009 o Parlamento e o Conselho da União Europeia aprovaram o Regulamento (CE) n. 1.060/2009 relativo especificamente às agências de notação de risco. Como, entretanto, os efeitos da crise se alastravam pela Europa, esse Regulamento mostrou-se insuficiente e um novo pacote de medidas foi lançado no fim de 2010 a fim de criar mecanismos para uma maior supervisão do sistema financeiro europeu, além de tentar restaurar a confiança no mercado e aumentar a proteção aos investidores, prevenindo novas crises, o que culminou no novo Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF). Com a permanência de críticas à atuação das agências, contudo, em 2013 o Parlamento Europeu votou e aprovou novas regras de regulamentação ainda mais rígidas, dentre as quais destacam-se a obediência dos *ratings* de dívidas soberanas a um calendário específico, a divulgação de uma metodologia e um critério mais claro e a proibição da emissão, por parte das agências, de recomendações sobre políticas governamentais nacionais (GULLO, 2014).

No Brasil a regulamentação da atividade classificatória ficou por conta da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que o fez por meio da Instrução nº 521, publicada em 26 de abril de 2012. Embora a iniciativa de criação de uma regulamentação por parte da CVM seja louvável, o que se notou ao longo da análise bibliográfica foi que tal instrução é desconhecida ou simplesmente ignorada por uma parte dos autores. Ainda, as normas que recaem sobre a publicidade e transparência não são muito bem observadas, uma vez que os sítios das principais agências de *rating* possuem interface confusa e, em alguns casos, de acesso restrito a cadastros de certa forma complexos, impondo certa dificuldade ao acesso do público em geral.

Ressalta-se que, a despeito da existência da supramencionada instrução normativa, em 2018 a Comissão de Finanças e Tributação da Câmara dos Deputados aprovou o texto do Projeto de Lei nº 4,707, de 2012, do deputado Eduardo da Fonte (PP-PE), que propõe a regulamentação do funcionamento das agências de *rating* no Brasil, prevendo, inclusive, a responsabilidade civil e criminal. O texto ainda será analisado (2020) pela Comissão de Constituição e Justiça e de Cidadania para, depois, ser votado em plenário (MACHADO, 2018). O referido Projeto apresenta um texto menor e mais simplista que a instrução da CVM, contando com apenas 10 páginas e 20 artigos, suas previsões são mais vagas e, apesar de indicar a possibilidade de responsabilização civil e criminal, deixa a cargo da CVM a decisão acerca das sanções aplicáveis, estabelecendo especificamente apenas o cancelamento do registro da agência em alguns casos.

## 7 CONCLUSÃO

A noção de soberania foi de extrema relevância para a consolidação do Estado Moderno, de modo que, na Teoria Geral do Estado, esta ainda figura como elemento fundamental de uma nação. Nos séculos 20 e 21, no entanto, principalmente devido ao fenômeno da globalização financeira, consolidou-se a percepção da relativização da soberania nacional. Ao mesmo tempo, as agências de *rating* assumiram papel fundamental ao atenuar a assimetria de informação entre investidores e emitentes de títulos de crédito, viabilizando as transações financeiras em âmbito global. A atuação dessas agências nas crises econômicas de 2007 e 2008, todavia, reacendeu a discussão acerca de sua influência na esfera política e da necessidade de regulamentação destas, questão que também é altamente relevante no atual contexto político e econômico brasileiro.

Assim, o presente artigo propôs-se a analisar a interferência da atividade das agências de *rating* nos processos decisórios internos, contribuindo para o fenômeno da relativização da soberania nacional. A partir da revisão bibliográfica e do estudo dos casos grego e brasileiro, concluiu-se que, embora seja difícil traçar com precisão o grau de ingerência das classificações de *rating* na elaboração e execução de políticas internas – uma vez que *downgrades* e *upgrades* são concomitantes a crises ou períodos de prosperidade econômica –, a relevância das opiniões das agências, as observações contundentes sobre a política adotada pelos países nos relatórios emitidos e pelos funcionários dessas empresas, bem como declarações de integrantes dos governos, permitem induzir que essa influência existe.

Destaca-se, ainda, que tal conclusão não atribui culpa única e exclusiva às agências pelas crises econômicas e pelas políticas posteriormente adotadas. Trata-se, somente, de reconhecer a importância e a influência dos *ratings* no contexto da globalização financeira, sobretudo em países subdesenvolvidos e em

desenvolvimento, que mais dependem de empréstimos internacionais, e mostrar que, embora as agências considerem os *ratings* apenas opiniões, investidores os têm como verdadeiras recomendações dos créditos que fazem jus ou não a seus investimentos. Então, considerando a possibilidade de falhas graves nas classificações, com repercussões calamitosas em âmbito mundial, a alternativa que se apresentou foi a regulamentação da atividade classificatória, tomando por base as experiências já existentes.

Alguns pontos, entretanto, precisam ser observados ao propor-se uma regulamentação. Primeiramente, é essencial que projetos regulatórios sejam específicos e minuciosos, tendo em vista a experiência falha que a observância de uma regulamentação geral teve nos Estados Unidos no período anterior à crise, permitindo que a atividade, praticamente sem restrições das NRSRO's, causasse uma das maiores catástrofes financeiras das últimas décadas. Em segundo lugar há que se ter cuidado para que um novo sistema regulatório não implique a redução de competitividade num mercado que já é altamente restrito. Ainda, por mais que a criação de agências próprias pela União Europeia e pelo Mercosul pareça interessante, tal medida pode ser inócua, considerando que seria difícil para uma agência vinculada ganhar reconhecimento e confiança internacional, fazendo frente a agências que já possuem certa reputação.

Além disso, é preciso repensar aspectos contraditórios na atuação das agências, como seu financiamento e sua metodologia pouco clara. Por fim, é de suma relevância que países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento caminhem em direção à regulamentação da atividade classificatória, afinal são os que mais dependem de capital financeiro externo e os que mais sofrem com rebaixamentos e oscilações de *ratings*. Também, como forma de conceder uma maior proteção a esses países, faz-se necessário um endurecimento da legislação internacional sobre o tema.

## 8 REFERÊNCIAS

- BAUMAN, Z. *Globalização: as consequências humanas*. Rio de Janeiro: Zahar, 1999.
- BBC. British Broadcasting Corporation. *Greek government austerity measures*. 2011. Disponível em: <http://www.bbc.com/news/business-13940431>. Acesso em: 8 set. 2016.
- BBC. British Broadcasting Corporation. *Parlamento grego aprova duras medidas de austeridade*. 15 jul. 2015. Disponível em: [http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/07/150715\\_grecia\\_aprovacao\\_resgate\\_cc](http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/07/150715_grecia_aprovacao_resgate_cc). Acesso em: 12 dez. 2017.
- BHATIA, A. V. *Sovereign credit ratings methodology: an evaluation*. 2002. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>. Acesso em: 6 dez. 2016.
- CAMARA, M.; SALAMA, P. A inserção diferenciada – com efeitos paradoxais – dos países em desenvolvimento na mundialização financeira. In: CHESNAIS, F. (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- CANTOR, R.; PARKER, F. Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Nova York, v. 2, n. 2, p. 37-54, dez. 1996.
- CANTOR, R.; PARKER, F. Sovereign rating. *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, Nova York, v. 1, n. 3, p. 1-6, jun. 1995.
- CANUTO, O.; SANTOS, P. F. P. *Risco-soberano e prêmios de risco em economias emergentes*. 2008. Disponível em: [http://www1.eeg.uminho.pt/economia/caac/pagina%20pessoal/ Disciplinas/disciplinas%202009/ECON%20BANC/material/canuto\\_o\\_e\\_santos\\_p\\_risco\\_soberano\\_e\\_premios\\_de\\_risco\\_2003.pdf](http://www1.eeg.uminho.pt/economia/caac/pagina%20pessoal/ Disciplinas/disciplinas%202009/ECON%20BANC/material/canuto_o_e_santos_p_risco_soberano_e_premios_de_risco_2003.pdf). Acesso em: 3 dez. 2016.
- CAVALCANTI, S.; SILVA JUNIOR, A. *Com previsão de aceleração do PIB, melhora na nota de risco do Brasil pode vir neste semestre*. 2020. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,com-previsao-de-aceleracao-do-pib-melhora-na-nota-de-risco-do-brasil-pode-vir-neste-semester,70003189000>. Acesso em: 16 fev. 2020.
- CHAVES, D. *Ministro grego critica "loucura" de agências de rating*. 2011. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,ministro-grego-critica-loucura-de-agencias-de-rating,74762e>. Acesso em: 5 out. 2016.
- CHESNAIS, F. (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- DALLARI, D. de A. *Elementos da teoria geral do estado*. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.
- DECLOEDT, C. *Grécia critica agência após redução de nota de crédito*. 2011. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/mundo/grecia-critica-agencia-apos-reducao-de-nota-de-credito/>. Acesso em: 9 set. 2016.
- DÜKER, S. *The role of rating agencies within the European debt crisis*. 2012. 41 f. Dissertação (bacharelado) – Westfälische-Wilhelms-Universität Münster Universiteit Twente, Münster/Alemanha, 2012.

- EL-ERIAN, M. A. *A anatomia da crise financeira no Brasil*. 2015. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/artigo-anatomia-da-crise-financeira-no-brasil-17584194>. Acesso em: 9 jul. 2017.
- ELKHOURY, M. *Credit rating agencies and their potential impact on developing countries*. 2008. Disponível em: [http://unctad.org/en/docs/osgdp20081\\_en.pdf](http://unctad.org/en/docs/osgdp20081_en.pdf). Acesso em: 3 dez. 2016.
- ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protect Act*. 2010. Disponível em: <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>. Acesso em: 9 jun. 2017.
- FARIA, J. E. *O direito na economia globalizada*. São Paulo: Malheiros, 1999.
- FERRI, G.; LIU, L. *Do Global Credit Rating Agencies Think Globally? The Information Content of Firm Ratings around the World*. 2002. Disponível em: <http://repec.org/res2002/Ferri.pdf>. Acesso em: 7 dez. 2016.
- G1. *Desistir da Previdência pesa sobre nota do Brasil, dizem Moody's e Fitch*. 2018. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/desistir-da-previdencia-e-negativo-para-rating-do-brasil-diz-moodys.ghtml>. Acesso em: 13 ago. 2018.
- GULLO, M. F. *Agências de Rating e os Impactos de suas Atividades sobre o Sistema Financeiro Mundial. Working Papers – Boletim de Ciências Económicas*, out. 2014.
- HILL, C. A. *Regulating the Rating Agencies*. 2004. Disponível em: [http://openscholarship.wustl.edu/law\\_lawreview/vol82/iss1/2](http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol82/iss1/2). Acesso em: 3 fev. 2017.
- INFOMONEY. *Brasil está no caminho de ter rating elevado, diz Guedes*. 2019. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/economia/brasil-esta-no-caminho-de-ter-rating-elevado-diz-guedes/>. Acesso em: 15 jan. 2020.
- IOSCO. International Organization of Securities Commissions. *Code of conduct fundamentals for credit rating agencies*. 2004. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD180.pdf>. Acesso em: 19 dez. 2019.
- KOURETAS, G. P.; VLAMIS, P. The Greek Crises: causes and implications, *Panoeconomicus*, n. 4, p. 391-404, 2010.
- LARRAÍN, G.; MALTZAN, J.; REISEN, H. *Emerging Market risk and sovereign credit ratings*. 1997. Disponível em: <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/004352173554.pdf?expires=1481043761&id=id&accname=guest&checksum=9ADC91BB713C38852030DE945984070E>. Acesso em: 27 nov. 2016.
- LEWANDOWSKI, E. R. *Globalização, regionalização e soberania*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2004.
- MACHADO, R. *Finanças aprova regulamentação de agências classificadoras de risco de crédito*. 2018. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/camaranoticias/noticias/ECONOMIA/560503-FINANÇAS-APROVA-REGULAMENTACAO-DE-AGENCIAS-CLASSIFICADORAS-DE-RISCO-DE-CREDITO.html>. Acesso em: 12 out. 2018.
- MILIOS, J.; SOTIROPOULOS, D. P., *Watching the crisis of Eurozone from the European 'periphery:' causes and developments*. 2013. Disponível em: <http://users.ntua.gr/jmilios/6324-15772-1-SM.pdf>. Acesso em: 6 jan. 2018.
- NOGUEIRA, R. de S. *Risco soberano: regulação das agências de classificação de risco e governança democrática*. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2011.
- RANIERI, N. B. S. *Teoria do estado: do estado de direito ao estado democrático de direito*. Barueri: Manole, 2013.
- RANKIN, J.; SMITH, H.; TRAYNOR, I. *Greek crisis: surrender fiscal sovereignty in return for bailout, Merkel tells Tsipras*. 2015. Disponível em: <https://www.theguardian.com/business/2015/jul/12/greek-crisis-surrender-fiscal-sovereignty-in-return-for-bailout-merkel-tells-tsipras>. Acesso em: 18 jun. 2018.
- SANTOS, B. de S. *Poderá ser o direito emancipatório? Revista Crítica de Ciências Sociais*, Coimbra, n. 65, p. 3-76, maio 2003.
- SEAGER, A.; SMITH, H. *Financial markets tumble after Fitch downgrades Greece's credit rating*. 2009. Disponível em: <https://www.theguardian.com/world/2009/dec/08/greece-credit-rating-lowest-eurozone>. Acesso em: 8 dez. 2016.
- THOMADAKIS, S. B. *Growth, Debt and Sovereignty Prolegomena to the Greek Crisis*. 2015. Disponível em: [http://eprints.lse.ac.uk/62081/1/Thomadakis\\_Growth%20%20Debt%20and%20Sovereignty%20Prolegomena%20to%20the%20Greek%20Crisis\\_Author.pdf](http://eprints.lse.ac.uk/62081/1/Thomadakis_Growth%20%20Debt%20and%20Sovereignty%20Prolegomena%20to%20the%20Greek%20Crisis_Author.pdf). Acesso em: 20 maio 2017.
- VEJA. *S&P indica melhora de perspectiva de nota de crédito do Brasil*. 2019. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/sp-indica-melhora-de-perspectiva-de-nota-de-credito-do-brasil/>. Acesso em: 17 jan. 2020.
- WACHMAN, R. *Greece debt crisis: the role of credit rating agencies*. 2010. Disponível em: <https://www.theguardian.com/business/2010/apr/28/greece-debt-crisis-standard-poor-credit-agencies>. Acesso em: 9 out. 2017.

Todo conteúdo da Revista Direito em Debate está  
sob Licença Creative Commons CC – By 4.0