

A Construção Da Legitimidade Das Agências De Rating De Crédito No Brasil

MIRIAM PIRES EUSTACHIO DE MEDEIROS VALE
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO (FECAP)

Agradecimento à orgão de fomento:
CNPq

A Construção Da Legitimidade Das Agências De Rating De Crédito No Brasil

1. Introdução

As agências de *rating* de crédito passaram a ocupar um papel significativo na mídia brasileira a partir da década de 1990, período em que essas empresas chegaram ao Brasil, e tornaram-se extremamente importantes nos últimos anos. Cabe lembrar que em 2008 houve uma grave crise econômica mundial iniciada nos Estados Unidos, quando as agências ficaram na berlinda. Para alguns economistas, como Carvalho (2010a, p. 17), o erro crucial e desencadeador da crise de 2008 foi o fato de que os ganhos das agências estavam positivamente ligados com “a superestimação do merecimento do crédito dos tomadores” e, conseqüentemente, o risco era subestimado. Já para Ferraz (2013), o marco regulatório e definidor da estrutura do sistema financeiro americano deu incentivos para inovações nessa área e foi essencial para o início da crise. Para Allen e Carletti (2010), por sua vez, a crise relaciona-se com a política de juros baixos, adotada pelo Federal Reserve. Dessa forma, o ambiente de maior liquidez em questão determinou um crescimento da atratividade dos ativos de maior risco.

De todo modo, a expansão do mercado de crédito naquele país ocorreu simultaneamente à intensificação das operações de securitização¹, permitindo que títulos lastreados por dívidas fossem vendidos a mercado. No setor imobiliário, por exemplo, se os credores não conseguissem pagar as hipotecas de suas casas, o problema não era dos bancos, recaindo sobre uma terceira parte, provavelmente algum fundo de investimento que havia adquirido os títulos securitizados.

As agências de *rating* de crédito desempenharam um papel fundamental na crise de 2008, visto que os compradores de tranches² advindas da securitização utilizavam-se dos julgamentos de crédito dessas empresas para avaliar os “pacotes” que iriam comprar. Isto é, a própria avaliação de risco de uma carteira influenciava a decisão de sua compra no mercado.

Allen e Carletti (2010) afirmam que muitos começaram a questionar se as agências estavam checando o processo de modo apropriado, uma vez que grande parte de seu faturamento vinha desse tipo de avaliação, reduzindo sua objetividade, o que teria levado à distribuição de *ratings* não justificáveis. Dúvidas passaram a ser suscitadas, visto que muitos dos títulos financeiros estruturados, com notas elevadas, classificados por agências de *rating* de crédito sofreram um rápido rebaixamento entre os anos de 2007 e 2008 (BENMELECH; DLUGOSZ, 2009). Diversas instituições financeiras passaram por grandes pressões.

Segundo Lucchetti e Ng (2010), as empresas interessadas em fazer emissão de títulos nos Estados Unidos procurariam as agências de *rating* de crédito a fim de saber de antemão qual seria a provável nota após a avaliação. Haveria, assim, um potencial conflito de interesses na relação estabelecida entre as empresas avaliadas e as agências de *rating* de crédito, visto que, para os autores, as agências inflariam a avaliação de crédito com a finalidade de buscar a perenidade no relacionamento com os clientes avaliados.

Esse tipo de ação passaria a ser popularmente conhecido como “*rating shopping*”, gerando incentivos para desvio de conduta por parte das agências na classificação de risco de crédito a fim de conduzir a nota para cima. Da parte da empresa emissora do título que será avaliado pode-se esperar que, antes de fazê-lo, tenda a escolher a “agência certa”, isto é, aquela que se dispuser a avaliar a emissão de forma que a empresa emissora possa obter vantagens.

De fato, alguns autores tais como Benmelech e Dlugosz (2009) afirmam terem encontrado indícios de que houve compra de *rating* antes da crise de 2008, visto que produtos financeiros estruturados e que possuíam avaliação de apenas uma agência – em particular a Standard & Poor’s (S&P) – apresentavam maior probabilidade de terem suas notas rebaixadas. Em outras palavras, suas avaliações iniciais estavam infladas. O estouro da crise de 2008 que

ficou conhecida como *subprime* nos Estados Unidos foi desencadeado por diversos fatores. Entretanto, segundo os autores supracitados, foi relevante o peso das agências de *rating* no desencadeamento desse processo. As agências acabaram ficando em uma posição desconfortável no mercado, já que os modelos estatísticos de *rating* não puderam prever com acurácia os riscos dos produtos estruturados. Ademais, as agências estavam sendo acusadas de supervalorização dos *ratings*.

A repercussão econômica da crise *subprime* chegou ao Brasil no segundo semestre de 2008. Segundo Moreira e Soares (2010) houve contração do crédito, redução do preço dos ativos, deterioração de expectativas, queda do preço das *commodities* e diminuição do comércio global.

Não obstante, as agências de *rating* de crédito - sobretudo as norte-americanas - parecem desfrutar de credibilidade e vasta cobertura da mídia nacional. Ademais, a participação de mercado no Brasil também pode ser considerada concentrada, com a S&P divulgando mais da metade das avaliações de crédito no país (SOARES, 2005).

2. Problema de Pesquisa e Objetivo

Partindo dessas considerações, o presente estudo tem como motivação o aparente paradoxo constituído pelos resultados equivocados das principais empresas de *rating* e sua suposta estabilidade no Brasil. Com efeito, a despeito dos maus resultados, uma nova empresa, a Liberum Ratings, surgiu no setor após a crise de 2008.

Considerando apenas o ponto de vista econômico-financeiro, dificilmente será possível explicar a continuidade das atividades exercidas pelas agências, sobretudo após os casos controversos, em que parece ter havido alguns erros (SUCHMAN, 1995). Desse modo, o conceito relacionado a legitimidade aparece como uma hipótese para entender a perenidade das empresas em questão perante sua audiência.

Atores econômicos e suas relações não estão apenas embutidos em estruturas sociais: eles efetivamente **são** estruturas sociais (SCOTT, 1995). Constitui-se como o principal pressuposto do presente trabalho: a lógica instrumental para estudar organizações é muito restrita, sendo preferível contar com um tipo de lógica socialmente incorporada. Sendo assim, as agências de *rating* de crédito e sua audiência serão concebidos como estruturas sociais compostas por atores.

A proposta de pesquisa se sustenta partindo do pressuposto citado acima, e tendo em vista que a construção da legitimidade, das agências de *rating* de crédito no Brasil parece constituir um tema demasiadamente intrincado e importante para ser deixado de lado pelos Estudos Organizacionais. O fenômeno em questão não pode ser explicado a partir de um ponto de vista estritamente racional e financeiro, uma vez que há diversas variáveis e explicações a serem exploradas. Surge, desse modo, o problema de pesquisa que se pretende estudar: **COMO PODE SER EXPLICADO O FENÔMENO DAS AGÊNCIAS DE RATING DE CRÉDITO NO BRASIL A PARTIR DE SUA AUDIÊNCIA?**

3. Fundamentação Teórica

O propósito inicial das agências classificadoras de risco de crédito é a diminuição da assimetria de informação existente no mercado. O crescimento recente desse tipo de empresa justifica-se tanto pela globalização econômica, com a possibilidade de investimentos ao redor do mundo, como pela inovação em instrumentos financeiros.

Para Sinclair (2005), as agências de *rating* de crédito constituem um importante objeto de estudo, pois ao julgarem a saúde financeira de outras instituições influenciam investidores que assumem que essas avaliações são neutras e científicas. Desta forma, ao afetar

as decisões dos investidores ao redor do globo, as agências de *rating* de crédito acabam atraindo para si um poder extraordinário de verdadeiros regentes dos fluxos de capital mundial.

As agências, na visão de Sinclair (2005) e Partnoy (1999), refletem o estoque de conhecimento e autoridade intelectual que possuem. Os governos e atores de mercado levam-nas em consideração porque são vistas como fontes legítimas de autoridade e de julgamentos, o que as torna organizações-chave acerca do controle e acesso ao mercado de capitais, em congruência com o que é afirmado por Kerwer (2005). Isso deu-se não apenas em razão de sua capacidade técnica, mas também por interesses sociais e políticos.

A autoridade das agências teria, assim, sido ampliada, fazendo com que assumissem o papel de redes de conhecimento incorporadas, ou seja, entidades aceitas pelo mercado, embora não impostas pelos participantes. Isso costuma ocorrer quando o mercado de capitais expande e os bancos perdem a posição de alocadores de capital. Desse modo, em razão das experiências e conhecimentos das agências de *rating* de crédito somados ao fato de que em países como os Estados Unidos houve grande desintermediação financeira, as agências de *rating* de crédito – em especial, a Moody's e a S&P – chegaram a empreender a elaboração da política pública, inclusive regulando mercados, sobretudo depois de Basileia II (KING; SINCLAIR, 2001; SINCLAIR, 2000). No Brasil, as regras do Comitê foram implantadas, mas houve um ajuste importante: o cálculo de capital necessário dos bancos é feito a partir das classificações internas realizadas pelas próprias instituições financeiras, diminuindo o poder das agências no país.

Partindo-se dessa peculiaridade do mercado brasileiro e observando-se que o país apresenta três das agências que mais fazem avaliações, uma empresa nacional (Austin) e nenhuma europeia em atuação, pretendeu-se entender o caráter social do fenômeno, aproximando o objeto de pesquisa da área de Estudos Organizacionais. Desse modo, almejou-se compreender primeiramente o fenômeno no Brasil a partir da visão de sua audiência. Subsequentemente, a intenção é apreender as diferenças e semelhanças entre as agências nacionais (Austin Rating, Liberum Ratings, LFRating e SR Rating) e internacionais (Fitch Ratings, Moody's e S&P) de *rating* de crédito, bem como os fatores que levaram a audiência a distinguir as instituições. Ao entender o fenômeno, que envolve diversos atores do mercado, pretendeu-se aprofundar o sentido das relações interorganizacionais e compreender como influenciam a contratação de determinada agência.

Por fim, entendeu-se que a contratação das agências apresenta aspectos fortemente ligados a interesses sociais relacionados à manutenção da segurança e do conforto dos investidores. Sendo assim, a contratação de uma agência pressupõe que as avaliações dadas por aquela instituição são aceitas de antemão pelos investidores-alvo de determinada emissão. Vale considerar aqui que a desintermediação financeira no Brasil, embora seja uma realidade, ainda não pode ser comparada com os empréstimos intermediados por bancos. Com isso, as agências no Brasil não assumiram um papel tão central na organização do mercado, em contraposição ao que ocorreu no exterior. Para Sinclair (2000, 2001, 2005, 2010), as agências assumiram o papel de “guardas da prisão” que fazem escrutínio sobre os investimentos para os investidores e possuem legitimidade para tanto em razão de seu subentendido conhecimento, julgamento profissional e capacidade de análise. Contudo, no Brasil o mercado de captação de recursos durante muito tempo ficou limitado aos bancos, os quais se tornaram atores de mercado muito fortes.

Meyer e Scott (1983) tentaram deixar o conceito de legitimidade em uma organização mais claro, definindo-o do seguinte modo: “Uma organização completamente legitimada seria aquela na qual nenhuma questão poderia ser levantada” (MEYER; SCOTT, 1983, p. 201). Isto é, o questionamento pode ser levantado quando uma organização familiar não é satisfatória ou quando uma organização é satisfatória, porém não familiar (DEEPPHOUSE; SUCHMAN, 2008). Desse modo, torna-se implícito nesse conceito o grau de aceitação e

suporte cultural da organização. Segundo Deephouse e Suchman (2008), embora se trate de uma definição do tipo ideal, cabível apenas como ente de razão, o trabalho desenvolvido por Meyer e Scott (1983) influenciou sobretudo a Teoria Neo-Institucional.

Assim, pode-se considerar que uma organização legitimada é aceita pelas outras em um processo socialmente construído, em que o sujeito ou a organização muda ao longo do tempo de acordo com sua relação com as regras, leis, normas, valores e estruturas cognitivas (BERGER; LUCKMANN, 2002; ASHFORT; GIBBS, 1990; DEEPCHOUSE; SUCHMAN, 2008). A legitimidade também pode ser definida como:

Processo em que a cultura de uma estrutura social maior é levada em consideração, na qual uma entidade social é aninhada e interpretada a fim de explicar e apoiar a existência dessa entidade social, não importando que ela seja um grupo, uma estrutura de desigualdade, uma posição de autoridade, ou uma prática social. (BERGER et al., 1998, p. 380).

Há nessa definição ao menos dois níveis: o do objeto de legitimação e uma estrutura cultural. Para os autores, embora haja intervenção dos atores sociais individuais, o processo de legitimação é feito de maneira macro-micro, de forma a ser construído socialmente e coletivamente, ou seja, o que realmente importa nesse conceito é a aceitação do quadro cultural mais amplo. A legitimação também é vista como processo por Douglas (1986). A autora liga as instituições novamente a uma estrutura cultural ampla de crenças consensualmente aceita. Dobrev (2001) também trata a noção de legitimidade como um processo que define a forma organizacional aceita; tornando-a um modelo institucionalizado a fim de ser adotado por organizações e também como uma maneira de conduzir ação social.

Meyer e Rowan (1977), assim como Pfeffer e Salancik (1978) literalmente colocam a legitimidade junto com os recursos ao discorrer sobre a sobrevivência organizacional. Para os primeiros autores, a importância de estrutura mental (“mental frameworks”) é refletida dentro das próprias instituições e na maneira como elas lidam com as situações. Meyer e Rowan (1977) argumentam, ainda, que as organizações e a maneira como são estruturadas refletem não a forma mais eficiente de exercer suas funções, mas os mitos ou as estruturas mentais que retratam uma história pública a respeito da organização. Para ambos os autores, tanto os mitos institucionais como a eficiência técnica são predecessores da legitimidade. As regras internas e as formas organizacionais das instituições refletem as “prescrições dos mitos”. Essas regras e formas demonstram que a organização está agindo de “maneira própria e adequada”. Estando em conformidade com o mito, a organização protege-se de possíveis interrogações. O processo-chave constitui a identificação dos elementos do mito e decorrente reconfiguração da organização ao redor deles. Os dois autores sugerem que as organizações enfrentam dilemas entre as prescrições dos elementos em questão e o senso interno do que elas deveriam de fato ser, bem como os diversos mitos que competem entre si e são mantidos por diferentes partes da sociedade, tais como governos, grupos de interesse e associações de mercado. Embora Meyer e Rowan (1977) não realizem uma conceituação da legitimidade, seu trabalho é importante para o assunto no sentido de que coloca a eficiência e a conformidade organizacionais, juntamente com os mitos institucionais como precursores da legitimidade, os quais levam aos recursos.

O trabalho de Pfeffer e Salancik (1978) serviu como guia ao trabalho realizado por Galaskiewicz (1985), o qual procurou cobrir a literatura sobre legitimação organizacional a partir da descrição das formas e estratégias por meio das quais as organizações aumentam sua legitimidade. A crítica desse autor reside no fato de que trabalhos empíricos sobre o tema não são muito comuns, sobretudo por conta dos problemas de mensuração. Propõe-se como solução

que os pesquisadores avaliem as atitudes de diversos públicos em relação a organizações específicas, a fim de que seja analisada a efetividade das estratégias de legitimação.

Suchman (1995) observou que a legitimidade constituía um ponto importante no que dizia respeito a reprimir, construir e habilitar atores organizacionais e, para tanto, seria necessário que houvesse dispositivos normativos e cognitivos que assim o permitissem. A partir deste trabalho de Suchman (1995, p. 574) o conceito de legitimidade mais difundido e aceito passou a ser o seguinte: “É uma percepção generalizada ou assunção de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas e/ou apropriadas dentro de um sistema de normas, valores, crenças e definições socialmente construídos”. A legitimidade, para Suchman (1995), é dependente de uma audiência coletiva que julga determinado sujeito. Segundo Parsons (1960) *apud* Suchman (1995), tal audiência é a responsável pela persistência das organizações legitimadas e por fornecer-lhes recursos. O objetivo central da legitimidade, conforme exposto por Suchman (1995), é encontrar e aderir às expectativas de um sistema social de normas, valores, regras e significados de determinada audiência.

4. Metodologia

Esse trabalho é de natureza qualitativa, conforme sugerido por Creswell (2003). Desse modo, o cunho do estudo é descritivo por ter buscado em campo dados descritivos sobre “processos interativos pelo contato direto do pesquisador com a situação estudada, procurando compreender os fenômenos segundo a perspectiva dos sujeitos” (GODOY, 1995a). A preocupação está no processo, em como o fenômeno da construção da legitimidade das agências de *rating* de crédito se manifesta no cotidiano dos participantes da situação em estudo. Para tanto, pretendeu-se investigar os “fenômenos contemporâneos dentro de seu contexto de vida real, em situações em que as fronteiras entre o fenômeno e o contexto não estão claramente estabelecidas” (YIN, 2005, p. 32). Compreendendo que a legitimação e o estabelecimento das agências de classificação de risco tratam de um processo, a postura adotada na presente pesquisa é a construcionista (BERGER; LUCKMANN, 2002).

Essa pesquisa buscou interpretar de modo holístico os fenômenos analisados, demonstrando que as relações estudadas apresentam outras complexidades além das racionalizações que respondem aos problemas do contexto (GODOY, 1995b). Portanto, a partir de relatos do cotidiano dos atores e lançando mão de uma perspectiva interpretativa almejou-se trazer o significado dado pelos pesquisados às relações observadas no campo. O interpretativismo vai ao encontro do construcionismo e entende que o comportamento humano está sujeito a diversos fatores, tais como experiências anteriores, visão de mundo e formação (BERGER; LUCKMANN, 2002).

Os passos seguidos no desenvolvimento da pesquisa foram os seguintes, conforme colocados por Eisenhardt (1989): definição da pergunta e objetivos de pesquisa; seleção dos entrevistados guiada pela teoria e não pela aleatoriedade; criação de instrumentos e protocolos de pesquisa adequados à teoria e aos objetivos de pesquisa; entrada no campo com interação entre coleta de dados e análise; análise dos dados com busca de padrões e categorizações; questionamento sobre os motivos das relações observadas com as evidências encontradas no campo; aprofundamento da literatura com comparações entre o que já foi publicado; e encerramento da pesquisa quando houve apenas ganhos marginais pela saturação teórica.

Com a pergunta e objetivo de pesquisa já enunciados, partiu-se para a seleção dos entrevistados. Inicialmente, seriam contatadas todas as instituições que possuíssem *ratings* divulgados pelas agências em atuação no Brasil, bem como as próprias agências: Austin Rating Serviços Financeiros Ltda., Argus Classificadora de Risco de Crédito Ltda., Fitch Ratings Brasil Ltda., Liberum Ratings Serviços Financeiros Ltda., Moody’s América Latina Ltda., SR Rating Prestação de Serviços Ltda. EPP, Standard and Poor’s Ratings do Brasil Ltda. As listas

de clientes de cada agência foram obtidas diretamente no site de cada uma delas no dia 6 de março de 2015 e prontamente impressas. Entretanto, logo nas primeiras entrevistas notou-se que a construção da legitimidade das agências de *rating* de crédito ultrapassa o contrato existente entre a agência e seu cliente. Há questões de ordem muito mais complexa que permeiam a relação entre contratante e agência de *rating* de crédito, as quais determinam como a agência é vista pela audiência.

Com a interação entre coleta de dados e análise, prevista por Eisenhardt (1989), optou-se por entrar em contato com a indústria de fundos de investimento. Isso aconteceu porque observou-se que a coleta de dados baseada nos conceitos relevantes para a pesquisa (CORBIN; STRAUSS, 2008) passava por atores diferentes daqueles inicialmente selecionados. A opinião dos fundos de investimentos acerca das agências tem grande peso sobre os contratantes quando esses vão em busca de uma agência que avalie suas emissões ou sua empresa no geral. Para tanto, os contatos foram feitos com base no anuário da indústria de fundos de investimento, publicação anual feita pela FGV em parceria com a ANBIMA (2015). Assim, pretendeu-se captar a complexidade do tema por meio dos relatos – sob óticas diversas apresentadas nas entrevistas realizadas durante a pesquisa de campo – sobre experiências e situações igualmente complexas (CORBIN; STRAUSS, 2008).

Para a análise dos dados e com o intuito de facilitar a busca por padrões e categorizações foi utilizado o *software* ATLAS.ti. Para tanto, todas as mais de quarenta entrevistas foram gravadas, transcritas na íntegra e colocadas no *software*. A análise foi feita respeitando-se a ordem cronológica das entrevistas. No momento da análise, a pesquisadora voltou a escutar todas as gravações ao mesmo tempo em que lia as transcrições e fazia a codificação. Esse procedimento ajudou a conferir significado à coletânea de dados na tentativa de elevá-los a um grau conceitual (CORBIN; STRAUSS, 2008).

5. Análise dos Resultados

Se fosse apenas uma questão regulatória, as agências praticamente seriam equivalentes e carregariam a mesma quantidade de negócios em suas carteiras. Entretanto, conforme apurado nas entrevistas, a escolha da agência de *rating* de crédito é algo que leva em consideração outros fatores além do pilar regulador (SCOTT, 1995).

Conforme as entrevistas ocorreram ficou evidente que, assim como na literatura da área, os entrevistados dificilmente conseguem chegar a um consenso sobre o que seria legitimidade (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008). Dessa forma, a única unanimidade é de que existem dois grupos que são absolutamente visíveis para os entrevistados: as agências brasileiras e as agências norte-americanas – que quase invariavelmente são chamadas de “internacionais”. Portanto, pode-se dizer que, mesmo que os agentes não conheçam os conceitos acadêmicos e nomeiem um determinado grupo de agências com diferentes denominações, os mesmos conseguem distinguir que há dois conjuntos de agências atuando no mercado brasileiro, sendo que o de maior *status* é o das norte-americanas (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008; WASHINGTON; ZAJAC, 2005).

Um termo que apareceu em diversas entrevistas e foi usado para diferenciar os dois grupos de agências em atuação no mercado nacional foi “placa”, no sentido de que as agências que possuem “placa” são aquelas que possuem mais legitimidade. A “placa” tanto da agência quanto aquela ostentada pelo contratante deve ser da mesma “grandeza”, preferencialmente:

Placa grande fica com **placa** grande, claro que se a outra **placa** grande fizer uma bobagem você vai pular fora, mas **placa** grande tem... para você ter credibilidade, você tem que andar com quem tem credibilidade

[...] E a deles passa para você, um passa para o outro, não adianta você ficar com pequeno (Banco privado brasileiro).

Para um outro entrevistado, a explicação da “placa” também tem a ver com a escolha das agências. Para ele, o respeito é devido a determinadas agências “porque só de ter a placa S&P é uma garantia a mais, isso aí torna o crédito mais barato para quem está tomando (Corretora, consultora financeira, gestora de investimentos e de fortunas)”. A “placa” é colocada como mais um elemento determinante para o conforto do investidor:

O importante é o **conforto** psicológico ou mental de quem tem a **placa**. E é isso que vai impedir que, de fato, o mercado se torne mais eficiente porque no fundo você precisa de **conforto** [...]. O **conforto** que é gerado através da **placa** ou coisa do tipo abre a possibilidade de você pensar o que de fato motiva ou gera a capacidade de pensar o futuro (Corretora, consultora financeira, gestora de investimentos e de fortunas).

Para esse banco brasileiro, o terceiro a ser entrevistado durante a pesquisa, nem seria necessário contratar uma agência para que qualquer título emitido pela instituição fosse vendido no mercado nacional, por conta do reconhecimento de sua legitimidade:

Basicamente, é que claro que conta também, você tem que ter *rating* para os investidores nacionais, mas você pensa “eu capto recurso aqui dentro? Títulos? Grandes valores? Não capto, tem vezes que [...] aqui no mercado brasileiro, vamos ser sinceros, o (banco entrevistado) precisa de *rating* para captar aqui dentro do Brasil? Não precisa, teoricamente não precisa, ele faz porque é obrigado, tem que ter *rating*... (Banco privado brasileiro)

Para o banco estatal entrevistado, o fato de ser grande no mercado fez com que conseguisse contratar as agências norte-americanas e elas acabaram por se beneficiar desse tipo de situação para entender melhor o Brasil: “E aí eles adoravam entrar nas grandes, e a gente ainda é o quarto maior administrador e eles usavam como uma **placa** para eles. Usavam como uma **placa** ou também para entender como é que os grandes fazem”. Nessa mesma entrevista, os entrevistados afirmaram algo que foi frequentemente ouvido: de que não conseguiam nomear as diferenças entre as agências:

A gente sabe disso, que é uma **placa** que valida frente aos nossos investidores e a gente não tem certeza se uma **placa** de uma agência de *rating* nacional traz a mesma repercussão. Então, aí é uma percepção minha, particular, da pergunta que você fez antes, tem diferença? Tem. Eu não consigo identificar quais são (Banco estatal).

Em outras entrevistas a divisão entre as agências norte-americanas – que possuem mais legitimidade e também possuem “placa”, “nome” e “grife” – e as brasileiras fica clara:

Algumas casas procuram **placa**, então elas querem *rating* com **placa**. Então querem Fitch, Standard & Poor’s, querem Moody’s, que é normal, é natural, tudo depende do mercado que você está alocado, como é que é o seu investidor, tem todo um contexto por trás disso. A gente não precisava naquele momento de **placa**, a gente queria a lisura

do processo. A gente não queria **placa**. Talvez, em algum momento, com o crescimento daqui (empresa entrevistada), com mais carteiras entrando, com investidores de *hedge funds* (norte-)americanos, fundos de universidades europeias, talvez eles obriguem a gente a ir procurar uma **placa**, até porque, de novo, as (agências) norte-americanas são muito maiores que as (agências) brasileiras e elas são conhecidas no mundo inteiro, então, quando eu trago um investidor gringo, ele não vai se preocupar se eu estou com um administrador, um consultor grande ou uma agência de *rating* desse tamanho no mercado local, ele quer um cara que tenha... que tenha capilaridade, digamos assim, global [...]. Acho que as grandes (agências), elas trazem aquela questão da **placa** de novo, aquela questão de, “olha, eu tenho certeza que a metodologia que ele está aplicando aqui...”, isso passa muito por investidor que está em várias localidades do mundo (Empresa de consultoria e investimento).

Eu acho que também na questão das outras brasileiras, comparando com as três (americanas), você acaba que as agências brasileiras perdem pelo **nome**, você compra pelo **nome**. É levada pela **grife**, né? Você compra a **grife**. A agência brasileira, ela pode até ser melhor, eu acredito que até que seja melhor para avaliar uma empresa brasileira. Porém, tanto o mercado externo quanto aqui dentro, vou te falar, antes de trabalhar com relações com investidores eu já conhecia Fitch, Moody's e Standard & Poor's (...). Então, você percebe, as pessoas, assim como eu fazia antes, compravam **grife** (Banco Estatal).

Em outra entrevista, a racionalização para que um investidor exija agências avaliando emissões é a seguinte:

Eu acho que o que a gente tem visto é que investidor que é mais... tem que tomar cuidado com as palavras. Superficial, mas no bom sentido. É aquele que ele quer uma alocação a mais longo prazo. Ele está comprando um CDB basicamente, uma coisa no banco, vai ficar lá rentabilizando alguma coisa, uma renda fixa a longo prazo. Ele não vai fazer tanta análise. Ele vai se atentar muito mais à nota de *rating* do que outra coisa. Essa pessoa provavelmente vai querer um *rating* internacional. Provavelmente vai querer uma S&P. Quanto maior a **bandeira** e quanto mais alta a nota, ele fala: “Ok, tudo bem. Eu vou pôr um pouquinho nesse aí”. Eu diria que quando você escolhe a sua conta do banco, entre você ir na Sofisa e abrir uma conta pessoa física ou no Itaú... você vai ter uma tendência de ir no Itaú porque você não quer muito ver os detalhes. Mas você fala: “Não, é grande, vai estar seguro, vai estar tranquilo” (Gestora de investimentos).

Novamente, a comparação entre as agências norte-americanas com um grande banco nacional. Esse tipo de paralelo é interessante porque, da maneira pela qual o mercado financeiro se estruturou no Brasil, os bancos nacionais acabaram por se consolidar como organizações fortes e vistas como ostentando grande legitimidade entre as instituições financeiras, sendo colocados lado a lado com as agências norte-americanas:

Tem uma, um ponto aí que é a **marca** mesmo, essa **marca** Standard & Poor's, Fitch, Moody's, que é **marca** muito forte e uma instituição mesmo, a mesma coisa que você colocar o dinheiro em um Itaú e colocar o dinheiro em um banco pequeno, é bem diferente uma coisa da outra, para agência de *rating* é a mesma coisa (Gestora de recursos).

Mesmo a agência brasileira tem em conta a questão da “placa” e como são vistos no mercado:

Mas sabe o que acontece? Tem muita preguiça neste mercado e é o seguinte: o comercial, o vendedor, ele quer **placa**, ele não está nem aí, ele quer **placa** porque a placa vende. Da outra ponta, o investidor ou o fundo de pensão ele também quer **placa**, porque se ele compra uma três A's da S&P, então ele não tem culpa. É a S&P que falou que eram três A's. Se fosse um A da S&P, se fosse um A da Liberum, para ele, um A da S&P vale mais porque, quando ele precisa justificar que deu problema, é mais fácil de ele justificar (Agência classificadora de risco brasileira).

Ao encontro daquilo que a agência brasileira afirmou, o presidente de uma associação de investidores ponderou sobre o seguinte comportamento do mercado:

A demanda pelo trabalho das agências de *rating* não é pela qualidade da análise. É pelo grau de aceitação. Então, se eu sou um emissor, pode ter uma boutique ali que vai fazer a melhor análise de crédito de todas, mas ninguém conhece. Por que eu vou pagar esse cara para fazer? Não tem nenhum objetivo. Eu tenho que ir na Moody's, na S&P e na Fitch. Independente (sic.) do tipo de análise que eles façam (Associação de investidores).

6. Conclusões

O objetivo geral do trabalho foi explicar o fenômeno da legitimidade das agências de *rating* de crédito no Brasil a partir de sua audiência, usando contribuições dos Estudos Organizacionais, principalmente. Para que o objetivo geral fosse alcançado optou-se inicialmente por entrevistar as próprias agências de *rating* de crédito em atuação no país. Em seguida, emissores de títulos foram pesquisados, seguidos por gestores de investimento e outros agentes de mercado considerados importantes para o entendimento do fenômeno. A pesquisa empírica contou com 41 entrevistas.

A explicação do fenômeno das agências classificadoras de risco no Brasil na maioria das entrevistas foi iniciada com alusões ao pilar regulador de Scott (1995), que teoricamente forneceria a base para a legitimidade das agências. Contudo, essa não é exatamente a questão primordial que explica o fenômeno das agências, conforme relatórios publicados pelo COREMEC (2010, 2012). Atualmente, o modo como o mercado está sistematizado no Brasil deixa as agências num papel de coadjuvantes, quando comparado com as funções que essas empresas desempenham em outros países ao redor do mundo. Para os órgãos reguladores que compõem o COREMEC, o uso mais prejudicial das classificações feitas pelas agências seria permitir que as instituições financeiras usassem os *ratings* para cálculos de requisito de capital, algo que não é permitido no Brasil. Mesmo assim, por conta de um clamor global, a regulação das agências por parte da CVM foi aprovada depois da crise *subprime* de

2008 e também para que as avaliações feitas nacionalmente fossem aceitas fora do país. A Instrução nº 521 da CVM (2012) está alinhada com os parâmetros da International Organization of Securities Commissions (IOSCO), organização internacional que congrega as comissões de valores, e com os norte-americanos, além de ter tido inspiração nas regras europeias (ENNES, 2012).

Críticas à CVM e ao modo como ela fiscaliza seus regulados foram recorrentes nas entrevistas. Em sua maioria, houve reconhecimento de que os órgãos reguladores no país estão mais preocupados com o que acontece com os regulados pelo BACEN do que aqueles que estão abaixo da CVM. Isso porque o mercado de crédito no Brasil ainda passa quase que inevitavelmente pelos bancos, que acumulam diversas funções, fato reconhecido por diferentes entrevistados. Tal cenário explica porque o papel das agências no Brasil ainda é o de coadjuvantes: os bancos ainda detêm o papel principal no mercado de crédito e as agências não são reguladores não majoritários e privados do mercado brasileiro, exercendo controle sobre o fluxo de crédito, conforme previsto por Kerwer (2005), justamente por conta da opção do BACEN de que as instituições financeiras não usariam os *ratings* para cálculos de requisito de capital.

Se a regulação não explica completamente a contratação das agências, os entrevistados, principalmente os emissores de títulos, entendem que isso acontece por conta da captação de recursos no mercado. Aqueles que emitem títulos, principalmente fora do país, optam por contratar uma das três agências norte-americanas. Internamente, a decisão por contratar uma ou outra agência passa por saber quem é o investidor do que está sendo avaliado. O investidor é peça-chave porque é ele quem dita quais agências são aceitas e até mesmo o nível de *rating* para que as emissões sejam compradas. Essa informação passa para os emissores através dos intermediários, que estruturam, coordenam e/ou distribuem as operações. Vale lembrar aqui que muitas vezes no Brasil são os próprios bancos os intermediários desse tipo de operação no mercado, evidenciando a grande quantidade de funções que essas instituições financeiras podem exercer no país. Durante a pesquisa de campo, ficou claro que muitos fundos de pensão e outros fundos no geral possuem restrições embasadas nos *ratings* para investir. Assim, as avaliações das agências são feitas com a finalidade de levantar recursos de investidores que tenham limitações explícitas, normalmente expressas em suas políticas de investimentos e que façam referência aos *ratings* e agências aceitos. Com isso, o modo de atuação das agências de *rating* de crédito a partir do ponto de vista de sua audiência pesquisada é essencialmente normativo e, em raras ocasiões, coercitivo, legalmente sancionado (SCOTT, 1995). A explicação para isso passa pelo universo simbólico criado pelas agências com a hierarquização do risco de investimento em termos de *ratings* representados por letras, que de uma forma geral dividem os avaliados em duas categorias: o grupo especulativo e outro considerado grau de investimento. Essas notas são usadas como uma espécie de certificado de acreditação pelos investidores, que baseiam suas decisões de investimento muitas vezes na opinião desses terceiros.

Portanto, a partir das análises feitas, não há dúvidas de que a legitimação das agências é um processo, que é socialmente construído e dependente das relações interorganizacionais estabelecidas (BERGER; LUCKMANN, 2002; ASHFORT; GIBBS, 1990; DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008; GALASKIEWICZ, 1985). Tanto é que para uma das agências brasileira entrevistadas, é reconhecido que, para que suas avaliações fossem aceitas, um forte trabalho da área comercial sobre os fundos de pensão, estruturadores de operações e com os gestores de fundos fosse feito. Ou seja, há um processo social para que as agências alcancem sua legitimação frente sua audiência, que é essencialmente composta de investidores que possuem restrições baseadas em *ratings* para investir e usam essas classificações como um “selo de aprovação”, conforme declarado em diversas entrevistas.

Nunca é excessivo lembrar que os *ratings* são certificações, **selos** ou carimbos que passam uma espécie de proteção para o investidor, indicadores de que a legitimação das notas auferidas pelas agências passa pelo pilar normativo de Scott (1995), sendo quase uma obrigação social dos emissores a ser oferecida para os investidores. Contudo, o contexto em que o processo de legitimação das agências de *rating* de crédito no Brasil iniciou-se, comparado com o de hoje, é bem diferente. Sendo assim, os mecanismos para que isso ocorresse também mudaram. Inicialmente, pode-se considerar que houve mimetização daquilo que já havia ocorrido em mercados mais desenvolvidos e que já usavam há mais tempo os *ratings*. Mesmo com essa mimetização inicial, as agências não exercem no país o mesmo papel que desempenham em outros mercados, como seria o esperado em um processo puro de mimetismo (DIMAGGIO; POWELL, 1983; SCOTT, 1995). Assim, o que se tem atualmente no Brasil pode ser considerado um processo resultante da incorporação de peculiaridades de nosso mercado e do nosso quadro institucional e sistêmico, resultando em um modelo híbrido, com particularidades que visam responder a demandas e situações locais.

A explicação dos entrevistados para que isso ocorra é que os investidores buscam acima de tudo tranquilidade, conforto e segurança ao investir em títulos ou emissões que possuam as avaliações das agências de *rating* de crédito. Nas entrevistas, a justificativa pela busca de *ratings* por parte de uma classe de investidores é o que alguns chamaram de “simplificação do processo decisório” ou então de “terceirização de culpa”. No fim das contas, a preocupação é de que os gestores de investimento tenham como explicar para terceiros alguma possível decisão que tenha dado errado. No mercado, isso é conhecido como “cover my ass”, ou seja, a preocupação é que o decisor esteja “coberto” com a explicação de um terceiro, dito independente para justificar a decisão tomada.

Embora exista a preocupação das agências em mostrar através de diversos avisos legais que suas opiniões não podem ser garantidas e que não serão responsabilizadas por decisões tomadas a partir de seus relatórios e notas, há um consenso de que é preferível “errar com todo mundo do que acertar sozinho”, declaração esta que um dos entrevistados chamou de “teoria do bobão”. Não existem regras e leis relevantes explícitas, como previsto na definição de Scott (1995) de legitimidade, mas há acordos tácitos entre os participantes do mercado sobre como agir. Os *ratings* apoiam o pilar normativo de Scott (1995) garantindo certificado e acreditação aos títulos emitidos no mercado, porém a base da legitimidade do pilar cognitivo é quebrada porque esse tipo de atitude (*cover my ass*) que não é vista como conceitualmente correta e nem desejável no mercado financeiro. Apoiar-se sobre os *ratings* para justificar decisões em fundos de pensão e por parte de outros gestores é algo que acontece, porém não é visto como adequado uma vez que os gestores são aqueles que devem lidar com as consequências das decisões de investimento, pelo menos na forma como hoje é constituído esse sistema no Brasil. Sem dúvida, as agências são cheias de poder nesse sistema, parecendo ser instituições absolutamente naturais, cheias de significado usadas por parte dos emissores para oferecer mais informações aos possíveis investidores, conforme afirmam Deephouse e Suchman (2008) sobre a legitimidade e institucionalização.

1 Em linhas gerais, o processo de securitização constitui a ocorrência do acondicionamento de ativos relativamente ilíquidos em títulos mobiliários passíveis de negociação. (CUMMING, 1987).

2 Quando há uma operação de securitização, os ativos são divididos em classes de risco antes de serem comercializados em tranches, ou fatias. (NETO, 2007).

7. REFERÊNCIAS

ALLEN, F.; CARLETTI, E. An Overview of the Crisis: Causes, Consequences and Solutions. *International Review of Finance*, v. 10, n. 1, p. 1-26, March 2010.

ASHFORTH, B. E.; GIBBS, B. W. The Double-edge of Organizational Legitimation. *Organization Science*, v. 1, n. 2, p. 177-194, May 1990.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA das ENTIDADES dos MERCADOS FINANCEIRO e de CAPITAIS (ANBIMA). *Indústria de Fundos de Investimento: Anuário 2015*. ANBIMA/FGV-SP. Disponível em: <<http://www.ANBIMA.com.br/anuariodefundos/2015/pt/default.aspx>>. Acesso em: 4 maio 2016.

BENMELECH, E.; DLUGOSZ, J. The Credit Rating Crisis. In: ACEMOGLU, D. ; ROGOFF, K.; WOODFORD, M. *NBER Macroeconomics Annual 2009*, v. 24. Chicago: University of Chicago Press, 2009, p. 161-207.

BERGER, P. L.; LUCKMANN, T. *A construção social da realidade: tratado de sociologia do conhecimento*. Petrópolis: Vozes, 2002.

BERGER, J.; RIDGEWAY, C. L.; FISEK, M. H.; NORMAN, R. Z. The Legitimation and Delegitimation of Power and Prestige Orders. *American Sociological Review*, v. 63, n. 3, p. 379-405, June 1998.

CARVALHO, D. F. A crise financeira dos EUA e suas prováveis repercussões na economia global e na América Latina: uma abordagem pós-minskyana. III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, São Paulo. Anais, 2010a.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução nº 521, de 25 de abril de 2012. Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\inst\inst521.doc>. Acesso em: 21 jun. 2013.

COMITÊ DE REGULAÇÃO E FISCALIZAÇÃO DOS MERCADOS FINANCEIRO, DE CAPITAIS, DE SEGUROS, DE PREVIDÊNCIA E CAPITALIZAÇÃO (COREMEC). Levantamento do uso regulatório de classificação de risco no Brasil. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/estudos/anexos/coremec-Levantamento-class_risco_BR.pdf>. Acesso em: 10 maio 2016.

_____. Alternativas para eliminação ou redução do uso regulatório de classificação de risco no Brasil. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshist/estudos/anexos/coremec-Rating.pdf>. Acesso em: 10 maio 2016.

CORBIN, J.; STRAUSS, A. *Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory*. Thousand Oaks, CA: Sage, 2008.

CRESWELL, J. W. *Research Design: Qualitative, Quantitative and Mixed Methods Approaches*. Thousand Oaks: Sage Publications, Inc., 2003.

CUMMING, C. The Economics of Securitization. *FRBNY Quarterly Review*, Autumn, p. 11-23, 1987.

DEEPHOUSE, D. L.; SUCHMAN, M. Legitimacy in Organizational Institutionalism. In: GREENWOOD, R. et al. *The Sage Handbook of Organizational Institutionalism*. London: Sage Publications Ltd., 2008, chap. 1, p. 49-77.

DIMAGGIO, Paul J.; POWELL, Walter W. The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, v. 48, n. 2, p. 147-160, April 1983.

DOBREV, S. D. Revisiting Organizational Legitimation: Cognitive Diffusion and Sociopolitical Factors in the Evolution of Bulgarian Newspaper Enterprises, 1846-1992. *Organization Studies*, v. 22, n. 3, p. 419-444, May 2001.

DOUGLAS, M. *How Institutions Think*. Syracuse, NY: Syracuse University Press, 1986.

DEEPHOUSE, D. L. ; SUCHMAN, M. Legitimacy in Organizational Institutionalism. In: EISENHARDT, K. M. Building Theories from Case Study Research. *The Academy of Management Review*; v. 14, n. 4, p. 532-550, October 1989.

ENNES, J. CVM publica norma que regula agência de classificação de risco. *Valor Econômico* [on-line], São Paulo, 26 abr. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/2633398/cvm-publica-norma-que-regula-agencia-de-classificacao-de-risco>>. Acesso em: 15 jan. 2014.

FERRAZ, F. C. *Crise financeira global: impactos na economia brasileira, política econômica e resultados*. 2013. 104f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

GALASKIEWICZ, J. Interorganizational Relations. *Annual Review of Sociology*, v. 11, p. 281-304, August 1985.

GODOY, A. S. Introdução à Pesquisa Qualitativa e suas possibilidades. *Revista de Administração de Empresas*, v. 35, n. 2, p. 57-63, 1995a.

_____. Pesquisa qualitativa – Tipos fundamentais. *Revista de Administração de Empresas*, v. 35, n. 3, p. 20-29, 1995b.

GREENWOOD, R. et al. *The Sage Handbook of Organizational Institutionalism*. London: Sage Publications Ltd., 2008, chap. 1, p. 49-77.

KERWER, D. Holding Global Regulators Accountable: the Case of Credit Rating Agencies. *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, v. 18, n. 3, p. 453–475, June 2005.

KING, M. R.; SINCLAIR, T. J. Grasping at Straws: a Rating Downgrade for the Emerging International Financial Architecture. In: Annual Meeting of the American Political Science Association, San Francisco. Anais, 2001.

LUCCHETTI, A.; NG, S. ‘Ratings Shopping’ Lives as Congress Debates a Fix. *The Wall Street Journal*, New York, 24 May 2010. Disponível em: <<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748703315404575250270972715804>>. Acesso em: 13 jan. 2014.

MEYER, J.W.; ROWAN, Brian. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *The American Journal of Sociology*, v. 83, n. 2, p. 340-363, Sep. 1977.

_____. ; SCOTT, W. R. Centralization and the Legitimacy Problems of Local Government. In: J. W. M.; W. R. S. (Eds.), *Organizational Environments: Ritual and Rationality*. Beverly Hills: Sage, 1983, p. 199-215.

MOREIRA, T. B. S. ; SOARES, F. A. R. . A crise financeira internacional e as políticas anticíclicas no Brasil, *Finanças Públicas – XV Prêmio Tesouro Nacional*, 2010.

NETO, L. de L. *Securitização de ativos: iniciando a exploração da nova fronteira*. 2007. 109f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007.

PARTNOY, F. The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for Credit Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly*, v. 77, n. 3, p. 620-712, 1999.

PFEFFER, J.; SALANCIK, G. R. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row, 1978.

SCOTT, W. R. *Institutions and Organizations*. Thousand Oaks: Sage, 1995.

SINCLAIR, T. J. Reinventing Authority: Embedded Knowledge Networks and the New Global Finance. *Environment and Planning C: Government and Policy*, v. 18, n. 4, p. 487 – 502, August 2000.

_____. The Infrastructure of Global Governance: Quasi-regulatory Mechanisms and the New Global Finance. *Global Governance*, v. 7, p. 441 – 451, 2001.

_____. *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Credit-Worthiness*. Ithaca: Cornell University Press, 2005.

_____. Credit Rating Agencies. In: COEN, D. ; GRANT, W; WILSON, G. *The Oxford Handbook of Business and Government*. New York: Oxford University Press Inc., chap. 18, 2010.

- SOARES, C. A. F. *Da possibilidade de regulação das agências de rating de crédito no Brasil*. 2005. 39f. Monografia (Graduação em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.
- SUCHMAN, M. C. Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management Review*, v. 20, n. 3, p. 571-610, July 1995.
- WASHINGTON, M.; ZAJAC, E. J. Status Evolution and Competition: Theory and Evidence. *Academy of Management Journal*, v. 48, n. 2, p. 282-296, April 2005.
- YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Porto Alegre: Bookman, 2005.