

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
DEPARTAMENTO DE DIREITO PÚBLICO E FILOSOFIA DO DIREITO

Inaê Siqueira de Oliveira

**AVALIANDO O LEVIATÃ: O *RATING* SOBERANO E OS CONTRATOS DO
BRASIL COM STANDARD & POOR'S, MOODY'S E FITCH PARA
CLASSIFICAÇÃO DE RISCO SOBERANO**

Porto Alegre

2017

INAÊ SIQUEIRA DE OLIVEIRA

**AVALIANDO O LEVIATÃ: O *RATING* SOBERANO E OS CONTRATOS DO
BRASIL COM STANDARD & POOR'S, MOODY'S E FITCH PARA
CLASSIFICAÇÃO DE RISCO SOBERANO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade Federal do
Rio Grande do Sul como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Ciências
Jurídicas e Sociais.

Orientador: Prof. Dr. Fabio Costa Morosini

Porto Alegre

2017

AGRADECIMENTOS

Durante minha caminhada pela graduação em geral, e pela elaboração desse trabalho em especial, tive a sorte de estar ao lado de pessoas incríveis, que me ampararam e incentivaram.

Com o professor Fabio Morosini, entendi – e testemunhei – o que é dedicação à pesquisa no direito. Foi no grupo *Direito, Globalização e Desenvolvimento*, ao qual prof. Fabio se doava de modo incansável, nos incentivando e alargando horizontes, que aprendi a valorizar e a aspirar a pesquisa. Por isso, pelos conselhos (que não foram poucos) e pela confiança em mim depositada na elaboração desse trabalho, todo o meu agradecimento.

Ao lado da pesquisa, *moot courts* foram o outro pilar da minha trajetória acadêmica. Fui apresentada aos *moots* em 2013, graças aos espíritos sonhadores de Luiza Leão e Fernanda Machry, determinadas em tornar essa atividade mais conhecida na Faculdade. Por isso, eu lhes sou muito agradecida. Aos meus colegas de equipe no *Concurso Nacional Sistema Interamericano de Direitos Humanos* (CNSIDH; 2013), no *Willem C. Vis International Commercial Arbitration Moot* (Vis Moot; 2017) e no *Foreign Direct Investment International Arbitration Moot* (FDI Moot; 2015, 2016 e 2017), em especial à Bruna Marcondes (CNSIDH) e ao George Hauschild (FDI Moot), agradeço pela amizade, cimentada em nossas aguerridas discussões sobre a melhor forma de apresentar um argumento.

Sem Felipe Guaspari, Frederico Weingartner e Pietro Webber para dividir inquietações e conversar sobre assuntos os mais variados, menos cor e menos graça haveria nos anos de Faculdade. Fefo, Fred e Pi, a amizade dos senhores é uma honra e um privilégio.

À Cristine Koehler Zanella, agradeço por mais coisas do que consigo listar nesse curto espaço. Da minha vinda a Porto Alegre à revisão desse trabalho, passando pelos *moots*, por todo lado há as impressões da Cris. Como são tantas as coisas, agradeço o essencial: obrigada por sempre me lembrar que, ao longo da jornada, eu nunca estive sozinha.

Por fim, agradeço à minha família, pelo apoio em minhas aventuras acadêmicas. Em especial à minha mãe, Rejane, por ter sempre me estimulado a alçar voos altos, ainda que distantes de casa.

RESUMO

Este trabalho é dedicado ao estudo do *rating* soberano. *Rating* soberano é o produto da situação em que o Estado é avaliado por uma pessoa jurídica de direito privado, a agência de classificação de risco. Na primeira parte, trata-se da recepção do *rating* – o triunfo, ao menos em teoria, da quantificação da incerteza – pelo ordenamento jurídico, conhecida como *uso regulatório do rating*, e da trajetória do *rating* soberano, uma invenção que em 2018 completa cem anos. Na segunda parte, examinam-se os contratos de classificação de risco celebrados pelo Brasil com Standard and Poor's, Moody's e Fitch, obtidos por meio da Lei de Acesso à Informação, com ênfase nas questões de inexigibilidade de licitação, responsabilidade das agências de *rating* e solução de controvérsias.

Palavras-chave: *rating* soberano, contrato, Brasil, responsabilidade civil.

ABSTRACT

This paper examines sovereign rating, where the State is evaluated by a private law legal entity, the rating agency. First, the paper focus on the reception of the rating – at least in theory, the triumph of uncertainty quantification - by the legal system, known as *regulatory use of rating*, and on the history of sovereign rating, an invention that completes 100 years in 2018. Then, the paper examines contracts for risk assessment entered into by Brazil with Standard and Poor's, Moody's and Fitch, obtained through the Access of Information Act, focusing on issues of no-bid contract, civil liability of rating agencies and dispute resolution.

Keywords: sovereign rating, Brazil, contracts, liability.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1. RATING, O SOBERANO EM CRISE	9
1.1. BEM-VINDO AO MUNDO JURÍDICO, <i>RATING</i>	10
1.1.1. A racionalização da incerteza por meio da definição de risco	10
1.1.2. Os usos do <i>rating</i> pelo direito.....	15
1.1.2.1 O uso regulatório do <i>rating</i> em âmbito multilateral.....	16
1.1.2.2 O uso regulatório do <i>rating</i> no Brasil.....	23
1.2. À DÍVIDA PÚBLICA, UM <i>RATING</i> SOBERANO	27
1.2.1. Trajetória da classificação específica para o risco de entes públicos	28
1.2.2. Os acessórios: grau de investimento, prêmios de risco e efeito do teto soberano	31
2. TIPOLOGIA DOS CONTRATOS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO: EXAME DAS CLÁUSULAS DOS CONTRATOS OBTIDOS POR MEIO DA LEI DE ACESSO À INFORMAÇÃO	35
2.1. CONTRATO DE ADESÃO CELEBRADO COM INEXIGIBILIDADE DE LICITAÇÃO	36
2.2. EXONERAÇÃO E LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE CIVIL DAS AGÊNCIAS DE <i>RATING</i>	40
2.3. SOLUÇÃO DE CONTROVÉRSIAS: A ARBITRABILIDADE OBJETIVA DO INTERESSE PÚBLICO SECUNDÁRIO	50
CONCLUSÃO	54
REFERÊNCIAS	56

INTRODUÇÃO

Rating, e *rating* soberano em especial, é um tema que inspira controvérsia. Tem defensores e tem detratores. Aparece com frequência nos meios de comunicação social, raramente acompanhado de explicações sobre como funciona. Um apanhado no acervo dos jornais impressos mais lidos do Brasil – Valor Econômico, Folha de S. Paulo, o Estado de S. Paulo, O Globo – mostra que são poucas as semanas que transcorrem sem que *rating* apareça em ao menos uma manchete:

Sem reforma, S&P deve cortar rating brasileiro.¹ (Valor Econômico)

Fitch mantém nota do Brasil em grau especulativo, com perspectiva negativa.² (Folha de S. Paulo)

S&P alerta para rebaixamento do País se reforma da Previdência for adiada.³ (Estado de São Paulo)

Moody's vai aguardar evolução do cenário político para decidir nota de crédito do Brasil.⁴ (O Globo)

Em abril de 2008, quando o Brasil recebeu grau de investimento, o bom *rating* soberano repercutiu na política e no mercado. Em discurso no 7º Fórum dos Governadores do Nordeste, no mesmo dia em que a Standard and Poor's divulgara o *rating*, o Presidente Lula comemorou a nota como um indicador de que o Brasil fora declarado um país sério,

¹ RIBEIRO, Alex. Sem reforma, S&P deve cortar rating brasileiro. **Valor Econômico**, São Paulo, 04 dez 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/5216299/sem-reforma-sp-deve-cortar-rating-brasileiro> ou as ferramentas oferecidas na página>. Acesso em: 10 dez. 2017.

² FITCH mantém nota do Brasil em grau especulativo, com perspectiva negativa. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 10 nov. 2017, Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/11/1934408-fitch-mantem-nota-do-brasil-em-grau-especulativo-com-perspectiva-negativa.shtml>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

³ TOMAZELLI, Idiana; TURTELLI, Camila. S&P alerta para rebaixamento do País se reforma da Previdência for adiada. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 13 out. 2017. Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,sep-alerta-para-rebaixamento-do-pais-se-reforma-da-previdencia-for-adiada,70002041747>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

⁴ RIBEIRO, Ana Paula. Moody's vai aguardar evolução do cenário político para decidir nota de crédito do Brasil. **O Globo**, Rio de Janeiro, 21 nov. 2017. Disponível em <<https://oglobo.globo.com/economia/moodys-vai-aguardar-evolucao-do-cenario-politico-para-decidir-nota-de-credito-do-brasil-22092757#ixzz50Jgms9o7>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

merecedor da confiança internacional⁵. A Bovespa disparou 6,3%⁶. Em 2015, quando o Brasil perdeu grau de investimento, novamente a repercussão foi intensa.

Por paradoxal que seja, a presença constante de menções a *rating* soberano na mídia e no debate político coexiste com a carência de investigações acadêmicas sobre o tema no âmbito do direito. A proposta deste trabalho é dar um primeiro passo nessa direção. Trata-se o *rating* soberano – a situação na qual o Estado é avaliado pelas agências de classificação de risco – e os problemas que lhe são inerentes como objeto de investigação.

A abordagem escolhida para conduzir a investigação sobre o *rating* soberano nesse trabalho parte do exame do instrumento jurídico que lhe dá origem: contratos para classificação de risco de crédito celebrados pelo Brasil, por meio da Secretaria do Tesouro Nacional, com as três principais agências de *rating* (Standard and Poor's, Moody's e Fitch). Isso não teria sido possível sem a Lei de Acesso à Informação (Lei n. 12.527/2011), que regulamenta o direito constitucional à obtenção de informações públicas.

Em janeiro de 2015, solicitou-se, nos termos da Lei de Acesso à Informação, a disponibilização dos contratos celebrados pelo Brasil com as agências de *rating*⁷, ao que a Secretaria do Tesouro Nacional respondeu que, por força de dispositivo contratual, os termos e condições dos acordos assinados com as agências de *rating* não poderiam ser divulgados enquanto estivessem vigentes. Diante dessa resposta, protocolou-se novo pedido de acesso à informação, dessa vez para requerer a disponibilização dos contratos *imediatamente anteriores* aos em vigência⁸. A demanda foi atendida e, em 17 de abril de 2015, a Secretaria do Tesouro Nacional franqueou acesso ao inteiro teor dos três contratos de avaliação de risco: (i) contrato celebrado com a Fitch Ratings em novembro de 2008, (ii) contrato celebrado com a Moody's em junho de 2009 e (iii) contrato celebrado com a Standard and Poor's em dezembro de 2012.

A colocação da análise dos contratos celebrados pelo Brasil com as agências de *rating* no centro da investigação se justifica pelo objetivo geral que anima essa pesquisa:

⁵ NOGUEIRA, Rodrigo de Souza. **Risco Soberano: Regulação das Agências de Classificação de Risco e Governança Democrática**. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2011, p. 4.

⁶ AGÊNCIA eleva Brasil a grau de investimento; Bovespa dispara 6,3%. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 30 abr. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/04/397374-agencia-eleva-brasil-a-grau-de-investimento-bovespa-dispara-63.shtml>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

⁷ Protocolo SIC n. 16853000292201574, 28 de janeiro de 2015.

⁸ Protocolo SIC n. 16853001496201522, 07 de abril de 2015.

desvendar o arcabouço de normas jurídicas sobre o qual se estrutura a emissão do *rating* soberano. Por mais que a repercussão do *rating* seja mais intensa nos domínios da economia, da política e do mercado – e talvez isso explique, em parte, a escassez de estudos jurídicos a ele dedicados – o direito está longe de a ele ser indiferente.

O exame dos contratos pressupõe clareza quanto à definição, à função e à importância prática do *rating*. Em razão disso, a primeira parte do trabalho é dedicada ao estudo do *rating* e da sua colocação no ordenamento jurídico (1.1.). Começa-se a investigação pela definição do *rating*, que é indissociável da ideia de risco e da busca por entendê-lo, racionalizá-lo e, idealmente, quantificá-lo (1.1.1.). Após, faz-se um apanhado dos usos do *rating* pelo direito, um fenômeno comum aos quatro cantos do globo, de enorme repercussão prática, que na última década tem sido objeto de intensa discussão e para o qual, tanto em âmbito multilateral quanto doméstico, buscam-se alternativas em âmbito regulatório (1.1.2.). Conclui-se a primeira parte da investigação com o estudo do *rating* soberano naquilo que lhe é peculiar (1.2.). Descreve-se a trajetória do *rating* soberano, uma invenção que em 2018 completa seu primeiro centenário (1.2.1.) e dos acessórios que lhe acompanham (1.2.2.), para que haja clareza sobre as consequências de um bom, ou mau, *rating* soberano.

Na segunda parte do trabalho, examinam-se os contratos de classificação de risco celebrados pelo Brasil com Standard and Poor's, Moody's e Fitch. Escolheu-se decompor o material na análise de seus elementos essenciais, as cláusulas, por se considerar que assim seria possível fazer a análise empírica do material obtido por meio da Lei de Acesso à Informação com maior detalhamento e profundidade. Como os contratos foram o fio condutor da investigação, a abordagem da segunda parte do trabalho perpassa temas diversos entre si, os quais se imbricam no mesmo instrumento contratual. Trata-se de inexigibilidade de licitação (2.1.), responsabilidade das agências de *rating* (2.2.) e solução de controvérsias (2.3.).

1. **RATING, O SOBERANO EM CRISE**

O *rating* de crédito é uma invenção norte-americana de 1909, atribuída a John Moody (o fundador, claro, da *Moody's Investor Service*). Não foi pensada para entes públicos. Inicialmente, *ratings* eram emitidos para companhias ferroviárias, que precisavam de injeção de capital para financiar a sua expansão iniciada nos anos 1850⁹, no contexto da Marcha para o Oeste, contada e recontada pelo cinema e pela literatura¹⁰.

Na origem da invenção do *rating* de crédito está a preocupação em tornar a incerteza associada ao crédito – isto, à *capacidade* e à *vontade* do devedor, que o credor pouco ou nada conhece, de adimplir a sua obrigação – algo racionalmente apreensível¹¹. Ainda que a história de um conceito não substitua a dogmática¹², compreender as razões que levaram à sua criação é necessário para entender o contexto em que ele se insere e a função à que serve. Essa parte do trabalho é dedicada, portanto, à história e à função do *rating*.

⁹ SILLA, Richard. A Historical Primer on the Business of Credit Rating. In: LEVICH, Richard; MAJNONI, Giovanni; REINHART, Carmen (eds.). **Ratings, rating agencies and the global financial system**. New York: Springer Science + Business Media New York, 2002. p. 19-40. (New York University Salomon Center series on financial markets and institutions, v. 9).

¹⁰ A Marcha para o Oeste é o termo utilizado para se referir à ocupação do Oeste dos Estados Unidos. No cinema, ela foi especialmente retratada pelo gênero faroeste, no qual estão presentes as imagens de deslocamentos de colonos, da corrida do ouro, dos xerifes, dos cowboys e das estradas de ferro cruzando os desertos, como pode se ver em *Era uma vez no Oeste* (Sergio Leone, 1968) e *A conquista do Oeste* (John Ford, Henry Hathaway, George Marshall e Richard Thorpe, 1962). Como parte da memória social dos Estados Unidos, a expansão para o Oeste por meio de ferrovias alcançou outros gêneros, chegando ao gênero da aventura e da ficção científica, como em *De volta para o futuro 3* (Robert Zemeckis, 1990). Na pintura, o quadro *American progress* (John Gast, 1872) é o que melhor retrata a Marcha. Nele, Columbia, personificação dos Estados Unidos na forma de uma mulher em vestes angelicais, afugenta índios e animais, deslocando-se para o Oeste acompanhada de colonos, cabos de telégrafo e estradas de ferro.

¹¹ CARRUTHERS, Bruce G. From uncertainty toward risk: the case of credit ratings. **Socio-Economic Review**, Oxford, v. 11, n. 3, p. 525-551, jul. 2013.

¹² “A história do direito não é boa substituta para a dogmática jurídica. Em um livro de dogmática jurídica as teses sobre história não oferecem premissas seguras para os argumentos que serão desenvolvidos. O ponto de contato entre as duas formas de investigação reside no fato de que a compreensão de certo aspecto da história de um instituto ou de uma forma de regulamentação jurídica pode servir como uma fonte de inspiração para teses dogmáticas, mas essas últimas só podem ser provadas a partir de argumentos propriamente dogmáticos.” MICHELON JUNIOR, Cláudio Fortunato. **Direito restitutivo**: enriquecimento sem causa, pagamento indevido, gestão de negócios. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. (Biblioteca de direito civil: estudos em homenagem ao Professor Miguel Reale, v. 8), p. 18.

1.1. BEM-VINDO AO MUNDO JURÍDICO, *RATING*

Causa estranheza o lugar de destaque que o *rating* ocupa no mundo jurídico. Inicialmente prestado diretamente como um serviço ao investidor, que desejava – e pagava por – informações sobre pessoas e empreendimentos em que poderia aportar capital, o *rating* foi progressivamente incorporado à regulação do mercado financeiro¹³. Ainda que de modo não intencional, adquiriu contornos de “selo de aprovação do regulador ou um endosso estatal”¹⁴. Com isso, além de consequências econômicas – influenciar o acesso a crédito, com maior ou menor facilidade, a maior ou menor custo – passou a ter consequências jurídicas também.

Nessa seção, o enfoque é a história da recepção do *rating* pelo ordenamento jurídico. Primeiro, define-se o *rating* – o triunfo, ao menos em teoria, da racionalização da incerteza de crédito (1.1.1.). Após, contextualizam-se os usos do *rating* pelo direito, em âmbito internacional e doméstico (1.1.2.).

1.1.1. A racionalização da incerteza por meio da definição de risco

O *Darwin College*, da Universidade de Cambridge, desde 1986 mantém uma série de aulas públicas – a *Darwin College Lecture Series*. A cada ano, um único tema é escolhido e especialistas de diversas áreas são convidados a refletir sobre o significado daquele tema em suas áreas de estudo. Para 2010, o tema escolhido foi *risco*. No capítulo introdutório do livro concebido a partir da série de aulas públicas, os organizadores explicaram a escolha do tema: o período em que a *2010 Lecture Series* foi planejada, entre abril de 2008 e dezembro de 2009, era marcado por incertezas diante de uma crise econômica de proporções

¹³ “In the three decades before the global financial crisis, national and international regulatory bodies made increasing use of ratings- dependent regulation. While the importance of ratings-based regulations has traditionally been particularly salient in the United States, all developed states came to use credit ratings for regulatory purposes to some extent.” KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. London: Palgrave Macmillan, 2011, p. 19.

¹⁴ COREMEC. **Levantamento do uso regulatório de classificação de risco no Brasil**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/COREMEC-Levantamento-class_risco_BR.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2017.

globais¹⁵. *Risco* parecia estar por todos os lados e, apesar da aparente onipresença, era, em si mesmo, um conceito intrigante e de difícil definição.

A primeira aula pública daquela série foi dada por David Spiegelhalter, estatístico, *Winton Professor of the Public Understanding of Risk* na Universidade de Cambridge. Na explicação dos organizadores, a aula de Spiegelhalter “foi colocada em primeiro para oferecer uma definição clara de risco e, portanto, uma base firme para o que estava por vir”.¹⁶

Spiegelhalter destaca os elementos cruciais da ideia de risco: existe *incerteza* e o resultado pode ser bom – ou não. Em geral, as pessoas reagem a situações assim de modo instintivo (*gut feelings*). No entanto, uma abordagem formal do risco requer que se atribua um número à probabilidade de um evento. Em outras palavras, requer que se *quantifique a incerteza*.¹⁷

Há situações nas quais se pode utilizar a lógica para chegar a uma probabilidade. Situações simétricas, as quais permitem igualmente os possíveis resultados – o clássico exemplo da moeda, se cara ou coroa (*classical symmetry*). Alternativamente, pode-se utilizar dados históricos (*historical data*). “Se o futuro segue o mesmo padrão do passado, então a frequência de eventos na história deve refletir, com razoabilidade, a probabilidade de sua ocorrência futura.”¹⁸ Essa é, grosso modo, a racionalidade por trás de mecanismos como os cadastros de inadimplência do consumidor. Também é possível que não existam nem simetrias, nem precedentes históricos. Spiegelhalter exemplifica esta situação citando as eleições presidenciais americanas de 2008, que elegeram Barack Obama. Nessas situações, a probabilidade é estimada com base nas informações disponíveis – consequentemente, ela muda conforme são recebidas novas informações (*subjective judgment*).

¹⁵ SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony. Introduction. In: SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony (eds.). **Risk**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 1-16. (The Darwin College Lectures, v. 24), p. 1.

¹⁶ No original: “[...] was placed first to provide a clear definition of risk and therefore a firm foundation for what was to come.” SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony. Introduction. In: SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony (eds.). **Risk**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 1-16 (The Darwin College Lectures, v. 24), p. 7.

¹⁷ SPIEGELHALTER, David. Quantifying uncertainty. In: SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony. **Risk**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 17-33. (The Darwin College Lectures, v. 24), p. 18.

¹⁸ “If the future follows the same pattern as the past, then frequencies of events in history should reflect reasonable probabilities for events in the future.” SPIEGELHALTER, David. Quantifying uncertainty. In: SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony (eds.). **Risk**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 17-33. (The Darwin College Lectures, v. 24), p. 19.

A conclusão a que esses três modelos levam, para Spiegelhalter, é uma só: “probabilidades são construídas com base em conhecimento existente e, portanto, são contingentes”¹⁹. Na síntese feita pelos organizadores da obra das lições de Spiegelhalter, “o argumento principal em seu ensaio, porém, é que os modelos estatísticos que tentam quantificar a incerteza são inerentemente subjetivos, além de imprecisos em função do que se “desconhece” e, nas palavras de Donald Rumsfeld, ao ‘desconhecido que se desconhece’”²⁰. Em outras palavras, a probabilidade não é uma descrição do mundo. Ela depende da relação entre o objeto da análise de probabilidade e o sujeito que realiza a análise. No escopo deste trabalho, dedicado ao risco soberano, entre Estado e agência de classificação de risco, respectivamente.

Outra questão abordada por Spiegelhalter é a da *representação da probabilidade*. A probabilidade pode ser comunicada de várias formas – *e.g.*, linguagem escrita (é possível que...), probabilidade entre 0 e 1 (a probabilidade é de 0.1...), percentual (há 10% de chance que...). Conforme se escolha um ou outro método, Spiegelhalter destaca que pode haver diferenças na percepção da magnitude da probabilidade (0.7 e 70%, por exemplo, podem representar a mesma probabilidade e serem percebidos de modo diverso).

Posta, em linhas gerais, a definição de risco e a questão da sua representação, a pergunta que se coloca é como esse conceito, cuja função, na essência, é racionalizar a incerteza, reverbera no direito. Longe de ser estranha ao mundo jurídico, a noção de risco está no centro de institutos de longa data estudados pela dogmática, como *res perit domino* (direito das obrigações) e agravamento do risco (direito securitário). É no direito securitário, inclusive, que parece estar a maior concentração de estudos jurídicos sobre risco, algo que provavelmente se explica por ser ele o elemento fundamental do contrato de seguro²¹.

¹⁹ “Probabilities are constructed on the basis of existing knowledge, and are therefore contingent.” SPIEGELHALTER, David. Quantifying uncertainty. In: SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony (eds.). **Risk**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 17-33. (The Darwin College Lectures, v. 24), p. 20.

²⁰ No original: “the main argument in his essay, though, is that statistical models which attempt to quantify uncertainty are inherently subjective, as well as inaccurate due to ‘unknowns’ and, in the words of Donald Rumsfeld, the ‘unknown unknowns’.” SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony. Introduction. In: SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony (eds.). **Risk**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 1-16. (The Darwin College Lectures, v. 24), p. 10.

²¹ DONATI, Antígono; PUTZOLU, Giovanna Volpe. **Manuale di diritto delle assicurazioni**. 8. ed. aggiornata. Milano: A. Giuffrè, 2006, p. 121. Nesse mesmo sentido: “Poichè oggetto del contratto di assicurazione è l’assunzione e la sopportazione del rischio da parte dell’assicuratore contro il corrispettivo di un premio.” GASPERONI, Nicola. Contratto di assicurazione (in generale). In: AZARA, Antonio; EULA, Ernesto (Dir.). **Novissimo digesto italiano**. 3. ed. Torino: UTET, 1974. v. 4, p. 591.

Vivante define o risco como “todo peligro incierto del que se puede temer un daño”²². Morandi, no mesmo sentido, define o risco como a possibilidade de produzir-se um evento incerto, economicamente desfavorável, suscetível de provocar dano²³.

O risco que é avaliado pelas agências de classificação por meio de um sistema próprio de notação – o *rating*, que é a *representação da probabilidade* de risco adotada pelas agências – comunga dos elementos descritos acima. O risco avaliado é o de não cumprimento das obrigações financeiras (inadimplência; *default*), nisso incluído mora e/ou inadimplemento total. Quanto maior o *rating*, menor essa probabilidade e vice-versa²⁴.

Pelo modelo de negócios das agências, o *rating* é uma opinião sobre o risco de crédito, como regra geral *solicitada e paga pelo avaliado* (modelo emitente-pagador; *issuer-pay*), representada na forma de uma *nota*. Nem sempre foi assim. Começamos, pela ordem inversa, o exame desses dois elementos-chave do *rating* (regra do emitente-pagador e forma de representação do risco,).

Antes dos *ratings*, existiram os relatórios de risco de crédito. Nos primeiros anos das atividades das agências, elas prestavam o serviço de avaliação por meio de extensos relatórios enviados aos investidores²⁵. Para tomar emprestado um dos exemplos de representação da probabilidade trazidos por Spiegelhalter, utilizava-se a linguagem escrita para descrever o risco. Para facilitar a divulgação e a rápida apreensão das informações, no entanto, os relatórios foram logo substituídos por um sistema de notação, o que hoje se conhece como *rating* propriamente dito.

Dentro desse sistema de notação, criou-se uma invisível linha divisória, que separa emissores e ativos com *grau de investimento* daqueles com *grau especulativo*. Nos anos 1920, apenas a Standard and Poor’s utilizava essa divisão, incorporada pelas demais agências na década seguinte. Em verdade, os sistemas de notação das três principais agências, apesar de muito diferentes entre si na origem, convergiram com o passar do tempo. Hoje, apesar terem algumas diferenças, as notas são equivalentes e permitem comparação

²² VIVANTE, Cesar. **Del contrato de seguro**. Buenos Aires: Ediar, 1952. v. 1, p. 107.

²³ MORANDI, Juan Carlos. **Estudios de derecho de seguros**. Buenos Aires: Pannedille, 1971, p. 212.

²⁴ NOGUEIRA, Rodrigo de Souza. **Risco Soberano: Regulação das Agências de Classificação de Risco e Governança Democrática**. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2011, p. 1.

²⁵ SILLA, Richard. A Historical Primer on the Business of Credit Rating. In: LEVICH, Richard; MAJNONI, Giovanni; REINHART, Carmen (eds.). **Ratings, rating agencies and the global financial system**. New York: Springer Science + Business Media New York, 2002. p. 19-40. (New York University Salomon Center series on financial markets and institutions, v. 9).

entre agências²⁶. A tabela abaixo, que compara as escalas utilizadas, indica a homogeneidade entre elas:

Tabela 1 – Escala de Classificação de Risco

Standard and Poor's	Fitch Ratings	Moody's
<i>Grau de investimento</i>		
AAA	AAA	Aaa
AA+	AA+	Aa1
AA	AA	Aa2
AA-	AA-	Aa3
A+	A+	A1
A	A	A2
A-	A-	A3-
BBB+	BBB+	Baa1
BBB	BBB	Baa2
BBB-	BBB-	Baa3
<i>Grau especulativo</i>		
BB+	BB+	Ba1
BB	BB	Ba2
BB-	BB-	Ba3
B+	B+	B1
B	B	B2
B-	B-	B3
CCC+	CCC+	Caa1
CCC	CCC	Caa2
CCC-	CCC-	Caa3
CC	CC	-
C	C	-
SD (<i>selective default</i>)	DDD	Ca
D	DD	C
-	D	-

Fonte: NOGUEIRA, Rodrigo de Souza. **Risco Soberano: Regulação das Agências de Classificação de Risco e Governança Democrática**. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2011, p. 24.

Na origem, as agências de *rating* prestavam os serviços de avaliação *aos investidores* (modelo *investor-pay*). Isso mudou em 1968, quando a Standard and Poor's, em parte pressionada porque os *ratings* estavam cada vez mais disponíveis aos investidores gratuitamente²⁷, passou a cobrar do emissor – o devedor, quem deseja tomar crédito no

²⁶ GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 16.

²⁷ KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. London: Palgrave Macmillan, 2011, p. 22.

mercado – pelo *rating*, no que foi seguida pela Moody's, em 1974, e pela Fitch²⁸. Com essa transição, implementou-se o modelo *issuer-pay*. Existem *ratings* não solicitados, baseados em informações publicamente disponíveis, mas são raros²⁹. Na maioria dos casos, é o devedor que solicita e paga pelo *rating*.

Existem argumentos pela manutenção desse modelo, que ressaltam que ele é o único com viabilidade econômica. Paccès e Romano descrevem os argumentos favoráveis: por o *rating* ter características de bem comum – o uso por uma pessoa não priva as demais; um investidor que não paga pelo *rating* dificilmente poderia ser excluído do seu uso – o retorno ao modelo *investor-pay* seria inviável³⁰. Ao mesmo tempo, a literatura aponta que o modelo *issuer-pay* incentiva o *rating shopping* e cria conflito de interesse³¹ – as agências não poderiam atribuir maus *ratings*, sob pena de perda da clientela – para o que o valor da reputação às atividades das agências seria o principal, se não único, contrapeso³².

1.1.2. Os usos do *rating* pelo direito

Estado e agências de *rating* se relacionam de três formas³³. Na primeira forma, o Estado é, ele mesmo, o objeto de avaliação de crédito conduzida pelas agências (*rating* soberano). Na segunda, o Poder Legislativo ou outras autoridades regulatórias (e.g., no caso do Brasil, Banco Central, CVM, SUSEP etc.) estabelecem o quadro normativo para as atividades das agências. Na terceira, comumente referida como *uso regulatório do rating*, o Estado utiliza a classificação de risco na regulação do mercado financeiro. Essa última

²⁸ GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 31.

²⁹ KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. London: Palgrave Macmillan, 2011, p. 21.

³⁰ PACCÈS, Alessio; ROMANO, Alessandro. A Strict Liability Regime for Rating Agencies. **American Business Law Journal**, v. 52, n. 4, p. 673-720, Winter 2015, p. 681.

³¹ Nesse sentido: “O facto de as agências de notação de risco serem selecionadas e remuneradas pela entidade que é objeto de notação (modelo emitente-pagador) gera conflitos de interesses inerentes. Este modelo incita as agências a emitirem notações de risco favoráveis ao emitente para assegurar a perenidade da sua relação comercial, garantindo receitas ou serviços e receitas adicionais.” UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n. 462/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho**, 21 de maio de 2013. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0462&from=EN>>. Acesso em: 20 dez. 2017. Item 10.

³² KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. London: Palgrave Macmillan, 2011, p. 22.

³³ KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. London: Palgrave Macmillan, 2011, p. 33.

forma é referida pela literatura como uma situação de delegação de autoridade política a agentes privados³⁴.

É verdade que o foco deste trabalho é a investigação do Estado como objeto da avaliação de crédito e dos problemas específicos que circundam essa relação – a primeira forma de relação, na classificação de Kruck. No entanto, a incursão pelo uso regulatório do *rating*, feita nessa subseção, é um passo antecedente necessário não só porque esse é o aspecto que está no centro da discussão sobre regulação prudencial³⁵ que se espalhou pelo mundo depois da crise financeira de 2007, mas também – e sobretudo – porque ele tem ramificações.

Se o direito não fizesse uso do *rating*, agências de *rating* não seriam investidas na condição de *gatekeepers* do mercado financeiro³⁶. Sem o poder que a regulação pública lhes empresta (quer intencionalmente, quer não), classificações de risco teriam valor informativo ao investidor, mas reduzida importância na perspectiva do direito. Já que o uso regulatório do *rating* o reveste de consequências jurídicas, a proposta desta subseção é, justamente, examiná-lo como objeto do direito. Busca-se contextualizar o uso regulatório do *rating* – e as discussões, em andamento, que o circundam – em âmbito internacional (1.1.2.1.) e no Brasil (1.1.2.2.).

1.1.2.1 O uso regulatório do *rating* em âmbito multilateral

Tanto a regulação quanto a supervisão financeira são, tradicionalmente, matérias reservadas à jurisdição doméstica de cada Estado. Pela natureza transnacional da atividade financeira, a incompatibilidade entre *regime jurídico* (nacional) e *natureza da atividade*

³⁴ KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. London: Palgrave Macmillan, 2011, p. 1.

³⁵ “A regulação prudencial visa ao estabelecimento de instrumentos voltados ao controle de risco assumido por instituições financeiras. Em sua concepção original, assentava-se na premissa de que, pelo controle do risco individual de cada uma dessas instituições, seria possível manter a higidez do sistema financeiro como um todo. [...] a regulação prudencial possui caráter mais preventivo, procurando delinear regras que impeçam a ocorrência de crises sistêmicas.” PINTO, Gustavo Mathias Alves. **Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 193.

³⁶ Cf., por todos, Taimi Haensel: “Entendemos tratarem-se de *gatekeepers* de indivíduos ou instituições, dotadas de qualificações especializadas (por vezes ligadas a uma profissão), que se valem da confiança e da reputação adquiridas para assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame.” HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 68.

(transnacional) inclusive pode dar margem a vácuos regulatórios que dificultam a governança e a responsabilização civil de entidades como agências de *rating*, algo que não passa imune a críticas³⁷.

Apesar da primazia da regulação doméstica, existe um arcabouço internacional para regulação e supervisão financeira, o qual faz uso de *ratings*. Não se trata, no entanto, de um regime multilateral à semelhança do que foi desenvolvido para o comércio internacional, no âmbito da Organização Mundial do Comércio (OMC), que já conta com mais de 150 países-membros. Para descrever o panorama desse arcabouço regulatório, é preciso apresentar suas peças-chave: o Banco de Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês), o Comitê da Basileia para Supervisão Bancária (BCBS, na sigla em inglês) e os Acordos da Basileia I, II e III.

O BIS, estabelecido em 1930³⁸, com financiamento de bancos centrais de seis países – Bélgica, França, Alemanha, Itália, Japão e Reino Unido, os membros fundadores – e três bancos privados sediados nos Estados Unidos, é a mais antiga organização internacional financeira do mundo. Com sede na cidade da Basileia, Suíça, foi criado com um objetivo primário modesto: facilitar e coordenar os pagamentos de reparação pela Alemanha aos Países Aliados depois da Segunda Guerra Mundial³⁹. Dessa origem histórica deriva seu nome, aparentemente incongruente com as funções que ele hoje desempenha. Secundariamente, o BIS deveria promover a cooperação entre bancos centrais e contribuir para a estabilidade do sistema financeiro internacional.

Depois que os pagamentos de reparação cessaram, em 1932, o BIS passou a se dedicar à cooperação, desempenhando um espectro mais amplo de funções: assistência a transações entre bancos centrais, pesquisa em questões de interesse à atividade bancária, promulgação de diretrizes para supervisão bancária e adequação de capital etc. Apesar de ainda hoje virtualmente desconhecido, o apelido que recebeu, “banco central dos bancos

³⁷ Cf., por todos, MUIR-WATT, Horatia. Private International Law Beyond the Schism. **Transnational Legal Theory**, v. 2, n. 3, p. 347–427, 2011.

³⁸ O BIS foi criado pelo Plano Dawes, por vezes referido como Plano Young. Tanto Owen D. Young quanto Charles G. Dawes foram especialistas nomeados pelo então presidente dos Estados Unidos Calvin Coolidge, em 1923, para compor uma comissão responsável por investigar as finanças alemãs (BAKER, James C. **The Bank for International Settlements: evolution and evaluation**. Westport: Quorum Books, 2002, p. 4)

³⁹ BAKER, James C. **The Bank for International Settlements: evolution and evaluation**. Westport: Quorum Books, 2002, p. 20.

centrais”⁴⁰, indica a importância de sua atribuição para a estrutura do sistema financeiro internacional.

Os membros do BIS são as autoridades monetárias e de supervisão bancária (Banco Central, no caso do Brasil; Federal Reserve, no dos Estados Unidos; etc.), que detêm as ações do BIS e têm direito à representação e voto nas assembleias gerais⁴¹. Apesar da pouca transparência que cerca suas atividades, o BIS é o principal fórum regular para cooperação internacional em matéria financeira e monetária⁴². Em especial, o BIS, de longa data, mantém iniciativas de cooperação com o G10⁴³.

Por iniciativa do G10, e sob os auspícios do BIS, em dezembro de 1974 foi criado o Comitê da Basileia para Supervisão Bancária (BCBS, no acrônimo em inglês). O Comitê foi designado como permanente – isto é, com reuniões periódicas (três ou quatro ao longo do ano)⁴⁴. Ao Comitê, caberia a formulação de diretrizes para supervisão da atividade bancária⁴⁵. Quanto as razões que levaram à sua criação, a literatura especializada converge na explicação.

Em 1974, o Franklin National Bank de Nova Iorque e o Bankhaus Herstatt da Alemanha haviam encerrado atividades devido à especulação excessiva em operações de câmbio, pondo em dúvida a estabilidade e a segurança do sistema bancário internacional. A criação do Comitê da Basileia – com função consultiva, não executiva – foi a resposta dos bancos centrais do G10 a esses eventos⁴⁶.

Apesar de sua criação ter sido deflagrada por eventos ocorridos em 1974, o Comitê da Basileia herdou o *modus operandi* do Groupe de Contact, de 1972, uma iniciativa não-

⁴⁰ BOSLEY, Catherine; SPECIALE, Alessandro. Welcome to the Elite Private Club of the World's Central Bankers. **Bloomberg**, New York, 30 nov. 2017. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-30/welcome-to-the-elite-private-club-of-the-world-s-central-bankers>>. Acesso em: 5 dez. 2017.

⁴¹ Sessenta bancos centrais e autoridades monetárias são atualmente membros do BIS, com direito a voto e representação nas Reuniões Gerais. (BIS. **BIS member central banks**. Disponível em: <https://www.bis.org/about/member_cb.htm?m=1%7C2%7C601>. Acesso em: 5 dez. 2017.)

⁴² BAKER, James C. **The Bank for International Settlements: evolution and evaluation**. Westport: Quorum Books, 2002, p. 31.

⁴³ O Grupo dos Dez é, na verdade, composto por onze países: Alemanha, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Holanda, Japão, Suécia, Suíça e Reino Unido.

⁴⁴ GOODHART, Charles. **The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 73.

⁴⁵ KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. London: Palgrave Macmillan, 2011, p. 50.

⁴⁶ BAKER, James C. **The Bank for International Settlements: evolution and evaluation**. Westport: Quorum Books, 2002, p. 10, p. 34.

institucional de um pequeno grupo de oficiais de médio-alto escalão de seis autoridades de supervisão bancária europeias (Bélgica, França, Alemanha, Itália, Luxemburgo e Holanda)⁴⁷. O Grupo era um fórum informal e não vinculante de discussão para variados temas de interesse à atividade bancária, com o objetivo de fomentar a troca de experiências e a convergência de melhores práticas⁴⁸. Um *clube*, cuja principal diretriz era a informalidade.

Como sói acontecer em clubes, a entrada requer convite. De 1974 a 2009, apenas os presidentes de bancos centrais e de agências nacionais supervisoras de atividade bancária do G10, mais Espanha e Luxemburgo, participaram do Comitê. Em março de 2009, a participação foi estendida ao G20 (Austrália, Arábia Saudita, África do Sul, Argentina, Brasil, China, Índia, Indonésia, Coreia do Sul, México, Rússia e Turquia)⁴⁹; em 2014, a lista de membros foi pela segunda vez estendida, passando a incluir União Europeia, Chile, Emirados Árabes Unidos e Malásia ingressaram como observadores.

A informalidade do Comitê da Basileia, enfatizada à exaustão pelos seus próprios membros fundadores, é chave para entender o paradoxo do lugar que ele ocupa. O Comitê não tem personalidade jurídica, não exerce a função de entidade supervisora supranacional e suas recomendações não tem força vinculante⁵⁰ – em tese, *querendo*, os Estados as implementam. Ao mesmo tempo, na prática as diretrizes se impõem a todos os países que possuem bancos internacionais em atividade em seu território e desejam se manter nas boas graças da comunidade internacional em termos de atividade financeira. Consequentemente, ainda que o Comitê da Basileia não corresponda a um regime multilateral para regulação da atividade bancária, dele parte o código de conduta que efetivamente orienta essa atividade⁵¹. Ele é, em síntese, uma autoridade regulatória *de facto*. A esse respeito, Goodhart, transcreve o que disseram Kern Alexander e Rosa Lastra, em correspondência privada, respectivamente:

⁴⁷ GOODHART, Charles. **The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 11.

⁴⁸ GOODHART, Charles. **The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 14.

⁴⁹ BIS. **Basel Committee membership**. Disponível em: <<https://www.bis.org/bcbs/membership.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

⁵⁰ GOODHART, Charles. **The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 542.

⁵¹ LANGLEY, Paul. (Re)politicizing global finance governance: what's 'new' about the 'New International Financial Architecture'?. **Global Networks**, v. 4, n. 1, p. 69-87, 2004.

Ele [o Comitê da Basileia] não tinha personalidade jurídica formal quando foi criado. No entanto, ele foi criado sob os auspícios do BIS (com uma personalidade jurídica definida, embora complexa), que atuou como uma instituição de guarda-chuva para o BCBS e outras câmaras /comitês de normas internacionais. O crescimento em termos de soft law tem duas dimensões: as regras ou normas em si e as câmaras de standardização. Soft law é lei; o processo de elaboração de leis, em um sentido amplo, engloba tanto a lei com força cogente como a soft law. O estatuto jurídico das instituições tradicionais de direito (Parlamentos, organizações internacionais formais, etc.) está bem definido. O estatuto legal dos órgãos de lei informal/soft (grupos de especialistas, grupos de profissionais, etc.) não está claramente definido, mas isso não significa que seja inexistente. O que o BCBS claramente não possui é personalidade jurídica.

Embora o Comitê atue como um fórum informal (um "clube" de bancos centrais e outras agências de supervisão), e suas decisões não tenham força jurídica vinculante direta para os países membros do Grupo dos Dez ampliado (G-10), ele tornou-se um órgão internacional regulador de fato. Uma grande variedade de países adotaram muitas das resoluções e recomendações do Comitê, incorporando-as na legislação e nos regulamentos nacionais. Nesse aspecto, os poderes e a influência do Comitê estendem-se para muito além do seu mandato fundador.⁵²

Foi no âmbito do Comitê que os Acordos de Capital da Basileia I (1988), II (2004) e III (2010), que tratam sobre adequação de capital, foram produzidos. O objetivo por trás das recomendações do Comitê era a convergência internacional dos critérios que determinam os requisitos mínimos de capital para as instituições financeiras, coibindo a tomada excessiva de risco e nivelando as condições de competição entre instituições de diferentes países⁵³. A razão de ser dessa regra é que, pela natureza da atividade bancária, essas instituições precisam de capitalização adequada para cobrir os riscos a que estão

⁵² No original: "It had no formal legal personality when it was set up. Yet, it was a committee set up under the auspices of the BIS (with a defined albeit complex legal personality), which has acted as an umbrella institution for the BCBS and other international standard setters/committees. The growth in soft law has two dimensions: the rules or standards themselves and the standard setters. Soft law is law; the process of law-making in a broad sense encompasses both hard law and soft law. The legal status of traditional law making institutions (Parliaments, formal international organizations, etc.) is well defined. The legal status of informal/soft law making bodies (groups of experts, groups of practitioners, etc.) is not clearly defined, but that does not mean that it is in-existent. What the BCBS clearly does not have is legal personality." and "Though the Committee acts as an informal forum (a 'club' of central banks and other supervisory agencies), and its decisions do not have direct legal binding force upon the member countries of the expanded Group of Ten (G-10), it has become a *de facto* international regulatory body. A wide array of countries have adopted many of the Committee's resolutions and recommendations, incorporating them into national legislation and regulations. In this respect, the powers and influence of the Committee extend well beyond its founding mandate." GOODHART, Charles. **The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 542.

⁵³ PINTO, Gustavo Mathias Alves. **Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 195.

expostas, sob pena de insolvência⁵⁴, cujos efeitos se espraiam pelo sistema financeiro, comprometendo-lhe a estabilidade por inteiro.

O Acordo da Basileia II incorporou o uso regulatório do *rating*, desde que emitido por “instituição externa de avaliação de crédito elegível” (na prática, Standard and Poor’s, Moody’s e Fitch), no cálculo do requisito de capital mínimo. Na abordagem padronizada (*standardised approach*) do Acordo da Basileia II, o *rating* é utilizado para determinar o nível de exposição a risco e, conseqüentemente, o capital mínimo que deve ser mantido pelas instituições financeiras⁵⁵. Em outras palavras, nessa metodologia o capital mínimo depende, dentre outros fatores, do risco de *default* dos créditos do banco. Se os investimentos do banco estão em ativos líquidos e de baixo risco, seu requisito de capital mínimo é mais baixo⁵⁶.

A crise financeira precipitou a revisão do Acordo da Basileia II antes mesmo da conclusão de sua implementação. Em 2010, o Comitê de Basileia concordou com um novo conjunto de propostas, posteriormente complementado, que ficou conhecido como Acordo da Basileia III⁵⁷. Em relação ao pilar do requisito mínimo de capital, manteve-se a possibilidade de cálculo com base em classificações de risco.

Além de precipitar a revisão do Acordo da Basileia II, a crise financeira trouxe o uso regulatório do *rating* para o centro da pauta de discussões no âmbito internacional. No G20, especificamente, a repercussão dos efeitos da crise levou à fundação do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB, na sigla em inglês) em abril de 2009, como sucessor do Fórum de Estabilidade Financeira. À semelhança do Comitê da Basileia, as atividades do FSB também se desenvolvem sob os auspícios do BIS, que lhe sedia e secretaria. Pelo Brasil, Banco Central, CVM e Ministério da Fazenda participam do FSB⁵⁸.

⁵⁴ BAKER, James C. **The Bank for International Settlements: evolution and evaluation**. Westport: Quorum Books, 2002, p. 71.

⁵⁵ “No caso do risco de crédito, o acordo também inovou ao prever basicamente duas formas para seu tratamento: (i) a abordagem padronizada (*standardised approach*), baseada em classificações de risco (*ratings*) fornecidas por agências externas; ou (ii) a abordagem interna, baseada em modelos de classificação de risco desenvolvidos pelos próprios bancos (*internal ratings based approach*).” PINTO, Gustavo Mathias Alves. **Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 199.

⁵⁶ KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. London: Palgrave Macmillan, 2011, p. 56.

⁵⁷ PINTO, Gustavo Mathias Alves. **Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2015, p. 200.

⁵⁸ CVM. **Financial Stability Board – FSB**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/fsb.html>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

O mandato do FSB inclui, dentre outras providências, promover intercâmbio de informações entre reguladores responsáveis pela estabilidade financeira, identificar vulnerabilidades que possam afetar o sistema financeiro e recomendar e monitorar o uso de melhores práticas regulatórias. Foi nesse contexto que, em 2010, o FSB recomendou às autoridades nacionais de supervisão financeira e bancária que reduzissem sua dependência dos *ratings*. No relatório *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, divulgado em outubro de 2010, o FSB enunciou princípios nesse sentido, sendo o primeiro deles a redução do uso de *ratings* em diretrizes, leis e regulações com a seguinte justificativa:

A adoção regulatória dos *ratings* das agências de classificação de risco em normas e regulamentos contribui significativamente para a dependência do mercado nos *ratings*. Isso, por sua vez, é uma das causas do efeito avalanche ("cliff effects") como do tipo experimentado durante a recente crise, por meio do qual os rebaixamentos de *rating* podem amplificar a prociclicidade e causar rupturas sistêmicas.⁵⁹

Em 2012, a implementação dos Princípios se mostrava lenta e com necessidade de maior coordenação. Na Declaração de Los Cabos (México, junho de 2012), os líderes do G20, enfatizando a necessidade de progresso, conclamaram por celeridade⁶⁰. Em atenção a isso, em novembro do mesmo ano o FSB lançou um plano de ação, consolidado no *Roadmap for Reducing Reliance on CRA Ratings*⁶¹.

No terceiro e mais recente relatório anual sobre a implementação dos Princípios, divulgado em julho de 2017, a conclusão geral foi que a implementação continua progredindo, mas de modo desigual em diferentes áreas. Especificamente em relação às agências de *rating*, o relatório observou que:

⁵⁹ No original: "The "hard wiring" of CRA ratings in standards and regulations contributes significantly to market reliance on ratings. This in turn is a cause of the "cliff effects" of the sort experienced during the recent crisis, through which CRA rating downgrades can amplify procyclicality and cause systemic disruptions." FSB. **Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings**. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1>. Acesso em: 15 dez. 2017, p. 1.

⁶⁰ No original: "43. We call for accelerated progress by national authorities and standard setting bodies in ending the mechanistic reliance on credit ratings and encourage steps that would enhance transparency of and competition among credit rating agencies. We support continuing work to achieve convergence to a single set of high-quality accounting standards. We welcome IOSCO's report on the functioning of the credit default swap markets and ask IOSCO to report on next steps by the November 2012 Finance Ministers and Central Bank Governors' meeting." G20. **G20 Leaders Declaration – 2012 Los Cabos Summit**. Disponível em? <<http://www.g20.utoronto.ca/2012/2012-0619-loscabos.html>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

⁶¹ FSB. **Roadmap and workshop for reducing reliance on CRA ratings – FSB report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors**. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_121105b.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2017.

Quase todas as jurisdições informam que implementaram requisitos para o registro e a supervisão das agências de classificação de crédito (CRAs). No entanto, são necessários mais esforços para evitar a dependência mecanicista das classificações das CRAs, reduzindo as referências às classificações de CRAs nas leis e regulamentos nacionais, desenvolvendo padrões alternativos de credibilidade e aprimorando a capacidade de avaliação de crédito das empresas.⁶²

Em síntese, no âmbito multilateral caminha-se – a passos lentos, mas, ao menos no âmbito do FSB, convictos – para a redução do uso regulatório do *rating*. Caso essa iniciativa se mantenha firme, desenha-se no horizonte a reversão do curso da história traçado nos corredores e salas do BIS pelo Comitê da Basileia, que, incorporando o *rating* à regulação financeira, alçara-o à condição de soberano.

1.1.2.2 O uso regulatório do rating no Brasil

No Brasil, a discussão no âmbito do governo federal – mais especificamente, no Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec), integrado por Banco Central do Brasil (BACEN), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social (PREVIC), com presidência rotativa⁶³ – sobre o uso regulatório do *rating* teve início em meados de 2008, como reflexo das discussões travadas em âmbito multilateral, no FSB.

Em setembro de 2009, o Coremec entendeu que, como etapa preparatória à discussão, seus membros deveriam averiguar o uso da classificação de risco na regulamentação do mercado financeiro no Brasil. Com isso, cada membro ficou incumbido de realizar um levantamento das menções a *rating* e agências de *rating* nas normas pertinentes à sua área de atuação (mercados financeiro, de capitais, de seguro e de

⁶² No original: “Almost all jurisdictions report that they have put in place requirements for the registration and oversight of credit rating agencies (CRAs). However, more work remains to avoid mechanistic reliance on CRA ratings by reducing references to CRA ratings in national laws and regulations, developing alternative standards of creditworthiness, and enhancing firms’ credit assessment capabilities.” FSB. **Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms – 3rd Annual Report**. Disponível em: <<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P030717-2.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2017, p. 17-18.

⁶³ BRASIL. Decreto n. 5.685, de 25 de janeiro de 2006. **Planalto**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Decreto/D5685.htm#art2§5>. Acesso em: 5 dez. 2017.

previdência). Em dezembro de 2009, as entidades apresentaram seus respectivos levantamentos e coube à CVM consolidá-los.

O relatório consolidado, intitulado *Levantamento do uso regulatório de classificação de risco no Brasil*, foi apresentado ao Coremec em sessão ordinária realizada em 29 de novembro de 2010. A organização do levantamento foi feita com base na classificação dos cinco principais propósitos do uso regulatório do *rating*⁶⁴, à qual se acrescentou a categoria residual “Outros”. A conclusão a que se chegou é que, no Brasil, a regulação utiliza o *rating* para, essencialmente, três propósitos: (i) identificação ou classificação de ativos ou instituições, (ii) oferta pública de títulos resultantes de operações de securitização e (iii) requisito de transparência⁶⁵.

A opção regulatória feita pelo BACEN de não utilizar *ratings* como critério que determina o requisito de capital das instituições sujeitas à regulação prudencial é notável. O Comunicado BACEN n. 12.746/2004, que trata dos “procedimentos para a implementação da nova estrutura de capital – Basiléia II”, enuncia com clareza que:

2. Quanto às diretrizes para requerimento de capital para fazer face ao risco de crédito, estabelecidas no Pilar 1 de Basiléia II: I - o Banco Central do Brasil **não** utilizará ratings divulgados pelas agências externas de classificação de risco de crédito para fins de apuração do requerimento de capital; (grifou-se)

Como o relatório assinala, em muitas jurisdições esse é o uso mais comum do *rating*, já que o arcabouço regulatório construído pelo Acordo da Basiléia II permite a adoção de classificações de risco externas com essa finalidade. Na avaliação do relatório, isso fez com que a atuação e a importância das agências de *rating* sempre tenha sido mais discreta no Brasil e com que os problemas atribuídos às agências de *rating* no âmbito internacional “não tenham sido replicados, nas mesmas proporções, no cenário nacional”⁶⁶.

⁶⁴ A saber: (1) Determinação de requisitos de capital para instituições sujeitas à regulação prudencial; (2) Identificação ou classificação de ativos ou instituições, normalmente associados a investimentos elegíveis ou a limite de concentração em ativos; (3) Oferta pública de títulos resultantes de operações de securitização; (4) Requisito de transparência; e (5) Exigência de apresentação de prospecto.

⁶⁵ COREMEC. **Levantamento do uso regulatório de classificação de risco no Brasil**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/COREMEC-Levantamento-class_risco_BR.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2017.

⁶⁶ COREMEC. **Levantamento do uso regulatório de classificação de risco no Brasil**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/COREMEC-Levantamento-class_risco_BR.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2017. p. 3.

O uso do *rating* para identificação ou classificação de ativos, por outro lado, foi considerada significativa. Esse uso tem duas características principais. Primeiro, em relação ao mercado bancário e securitário, as regras do BACEN com frequência utilizam classificação de risco externa para restringir a escolha de ativos e instituições localizados no exterior. Segundo, essa forma de uso regulatório do *rating* se concentra no setor previdenciário, no qual com frequência a avaliação de risco externa é pré-requisito para investimento em certos ativos. Dada a participação dos fundos de pensão – e.g., Funcef, Petros, Previ, Valia – no mercado de capitais, tornar ativos elegíveis ou não ao aporte de capital desses agentes é algo de enorme repercussões econômicas.

Quanto ao *rating* para oferta de títulos resultantes de securitização, regulada pela CVM, o relatório reconhece que a razão jurídica determinante parece ser o reconhecimento de que “investidores têm dificuldade de avaliar a qualidade do crédito de produtos mais complexos que envolvem uma coletividade de créditos heterogênea”⁶⁷.

Por fim, o uso do *rating* como requisito de transparência foi identificado em regras que exigem a divulgação do *rating* e de suas atualizações, se eles existirem.

Diante do levantamento das menções a *rating* e agências de *rating* nas normas pertinentes, o Corecom reconheceu que o uso regulatório do *rating*, especialmente nos contextos de (a) identificação e classificação de ativos e entidades e de (b) ofertas de produtos de securitização, pode ser interpretado como um endosso estatal, encorajando a confiança excessiva no *rating*. Em razão disso, deliberou, na sessão ordinária, pela criação de um Grupo de Trabalho (GT) com a atribuição de avaliar a possibilidade de se eliminar ou mitigar a menção ao uso de *ratings* nos atos normativos existentes⁶⁸.

A Deliberação Coremec n. 14, publicada em 1 de dezembro de 2010, aprovou a criação de um GT, sob coordenação geral da CVM, para executar a atividade de apresentar ao Coremec “documento com propostas fundamentadas de eliminação ou mitigação do uso

⁶⁷ COREMEC. **Levantamento do uso regulatório de classificação de risco no Brasil**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/COREMEC-Levantamento-class_risco_BR.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2017. p. 11.

⁶⁸ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Coremec cria grupo de trabalho para rever o uso regulatório de ratings no Brasil**, 13 dez. 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=2844&idpai=NOTICIAS>>. Acesso em: 5 dez. 2017.

regulatório da classificação de risco de crédito”⁶⁹. Esse relatório elaborado pelo GT foi aprovado pelo Coremec em 1 de junho de 2012, sem efeito imediato⁷⁰. O relatório foi expressamente inspirado pelos materiais produzidos no âmbito do FSB, pela regulamentação editada pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), pelos princípios da Organização Internacional das Comissões de Valores (OICV/IOSCO) e, em especial, pelo Regulamento CE 1060/2009, da União Europeia.

No que se refere à regulação das agências de *rating*, o relatório reportou a introdução de uma novidade no ordenamento jurídico brasileiro: em 25 de abril de 2012, a CVM aprovava a Instrução n. 521, com base no artigo 27 da Lei n. 6385/1976, regulando a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários⁷¹. Essa Instrução foi precedida de audiência pública: entre 22.12.2011 e 23.02.2012, por meio do Edital de Audiência Pública n. 16/2011, a CVM disponibilizou a minuta da instrução para comentários⁷².

Onze participantes, dentre agências de *rating*, escritórios de advocacia e fundos de pensão, atenderam à consulta pública⁷³. Das manifestações – as quais, à exceção de uma, estão disponíveis em inteiro teor no próprio sítio eletrônico da CVM – depreende-se que, de modo geral, a iniciativa de regulamentação foi bem recebida pelos atores envolvidos, ainda que com ressalvas num e noutro ponto e sugestões de modificações aos artigos, muitas das quais foram acolhidas pela CVM. A necessidade de consistência do arcabouço regulatório em diferentes jurisdições, bem como de conformidade com os princípios da OICV/IOSCO, foi um aspecto destacado em especial nas manifestações das próprias agências de *rating*. Para a Standard & Poor’s:

⁶⁹ COREMEC. **Deliberação n. 14**, 1 dez. 2010. Disponível em: <<http://www.precic.gov.br/regulacao/normas/deliberacoes/coremec/deliberacao-coremec-no-14-de-1o-de-dezembro-de-2010.pdf/view>>. Acesso em: 5 dez. 2017. Art. 5.

⁷⁰ CVM. **COREMEC aprova relatório com propostas de eliminação ou mitigação do uso regulatório da classificação de risco**, 12 jul. 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2012/20120712-1.html>>. Acesso em 5 dez. 2017.

⁷¹ CVM. Instrução n. 521, de 25 de abril de 2012. **CVM**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst521.html>>. Acesso em: 5 dez. 2017.

⁷² CVM. Audiência Pública SDM 16/11. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1611.html>. Acesso em: 5 dez. 2017.

⁷³ A saber: ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais; Andrey Aurélio de Souza Côrrea; Fitch Ratings; Liberum Ratings Serviços Financeiros Ltda.; Lobo & de Rizzo Advogados; Lopes Filho & Associados, Consultores de Investimento Ltda.; Moody’s América Latina; PREVI - Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil; Salusse Marangoni Advogados; SR Rating; e Standard & Poor’s Ratings Services.

A S&P aprecia o fato de a CVM reconhecer a influência que o *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* da IOSCO e que os regimes de CRAs nos Estados Unidos e na União Europeia tiveram na preparação da Minuta. A este respeito, gostaríamos de encorajar a CVM a incluir na regra final uma provisão presente nos regimes dos Estados Unidos e da União Europeia, que afirma expressamente que, ao conduzir sua supervisão das CRAs, o regulador não deve interferir no conteúdo de nenhum rating de crédito ou metodologias. Este conceito é claramente expresso nos regimes da União Europeia (Artigo 23, parágrafo 1 da Regulação n. 1060/2009 da União Europeia sobre Agências Avaliadoras de Risco de Crédito) e aquele dos Estados Unidos (Credit Rating Agency Reform Act de 2006). A S&P acredita que essa provisão é essencial para a salvaguarda da independência das CRAs e para evitar qualquer percepção de que a CVM pode influir ou endossar quaisquer ratings de crédito⁷⁴.

O comentário transcrito acima foi considerado pertinente pela CVM, refletindo-se na redação final do artigo 36 da Instrução n. 512: “As disposições desta Instrução não implicam qualquer tipo de interferência ou influência no conteúdo das classificações de risco ou das metodologias.”

Quanto à eliminação ou mitigação do uso regulatório do *rating*, a conclusão do relatório foi a de que a redução da dependência nas agências de *rating* deveria ser paulatina, tanto porque o prazo de adaptação da Instrução 512 estava em curso, como porque muitas das questões relacionadas a operações de securitização ainda estavam em plena discussão, tanto em âmbito internacional quanto no Brasil. Desta forma, o uso regulatório do *rating* no Brasil se desenvolve em sintonia com a rota traçada no âmbito do FSB. Também aqui o peso do *rating* na regulação começa a esmaecer.

1.2. À DÍVIDA PÚBLICA, UM *RATING* SOBERANO

Estados, tanto quanto empresas, estão sujeitos ao escrutínio de agências de classificação de risco. Primeiro, analisar-se-á a trajetória da *rating* soberano [1.2.1]. Depois, os três principais desdobramentos do *rating* soberano: grau de investimento, prêmio de risco e juros [1.2.2.].

⁷⁴ STANDARD AND POOR'S. **Audiência Pública SDM n. 16/11 – Regulation proposal on credit rating agencies' activity.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2011/sdm1611-manifestacaoSP_23-02-2012.pdf>. Acesso em 5 dez. 2017.

1.2.1. Trajetória da classificação específica para o risco de entes públicos

A mora no adimplemento de obrigações pecuniárias, ou mesmo o inadimplemento absoluto, por parte do Estado (comumente referido como *calote soberano*; em inglês, *default*) não é um fenômeno novo, nem restrito à periferia do sistema internacional. Por três vezes a Espanha entrou em moratória durante o Século de Ouro e, entre os séculos XVII e XIX, por mais sete vezes. A França entrou oito vezes em moratória entre 1500-1800. O então Império Austro Húngaro e a Prússia por cinco vezes entraram em moratória no século XIX⁷⁵.

Àquela época, no entanto, existia a possibilidade de uso da força para recuperação de ativos. Como explica Flandreau, investidores do século XIX não esperavam injeção de liquidez das autoridades monetárias domésticas (*bailout*, como o que ocorreu na crise financeira de 2007), mas contavam, isso sim, com o auxílio de seus governos para forçar o pagamento de empréstimos (isto é, para fazer o devedor estrangeiro *bail in*). A inclusão de cláusulas de garantia em contratos de empréstimo para entes soberanos poderia ser usada – e efetivamente era – para justificar intervenção militar⁷⁶. No início do século XX, o descumprimento, por parte da Venezuela, do pagamento de parte de sua dívida externa levou a um bloqueio naval promovido por Grã-Bretanha, Alemanha e Itália. Conhecido na história jurídica latino-americana, esse bloqueio provocou a manifestação do então Ministro de Relações Exteriores da Argentina Luis Maria Drago, que, em 1902, manifestou o posicionamento de Buenos Aires frente às potências europeias no sentido que a ausência de pagamento dos serviços da dívida externa por países latino-americanos não poderia ensejar nem punição militar, nem ocupação territorial⁷⁷ – posição, esta, hoje estudada pelos internacionalistas como *Doutrina Drago*⁷⁸.

⁷⁵ GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 3.

⁷⁶ FLANDREAU, Marc. Caveat Emptor: Coping with Sovereign Risk Under the International Gold Standard, 1871-1913. In: FLANDREAU, Marc; HOLTFRERICH, Carl-Ludwig; JAMES, Harold (eds.). **International Financial History in the Twentieth Century: System and Anarchy**. Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 17-50, p. 18.

⁷⁷ STUART, Ana Maria. **O bloqueio da Venezuela em 1902: suas implicações nas relações internacionais da época, com especial atenção às posições do Brasil e da Argentina**. São Paulo: Editora UNESP, 2011.

⁷⁸ Em 1907, Drago foi um dos quatro delegados argentinos que compareceram à II Conferência de Paz, em Haia. Nela, a delegação norte-americana propôs a incorporação da doutrina que hoje leva seu nome ao

Por um lado, então, o problema é antigo. Por outro, a criação de um esquema de notas por meio do qual uma pessoa jurídica de direito privado avalia a qualidade do crédito de um Estado e a possibilidade do *default* ocorrer, atribuindo-lhe um *rating*, completa seu primeiro centenário em 2018. A primeira agência a avaliar o crédito de um emissor soberano foi a Moody's, por meio da *Moody's Analyses of Investments – Government and Municipal Securities of 1918*, divulgado em março daquele ano, contendo dados referentes a cerca de 30.000 *bonds*⁷⁹. Poor's, Standard Statistics (depois, Standard & Poor's) e Fitch começaram a emitir *ratings* soberanos em 1922 e 1924, respectivamente⁸⁰.

Durante a década de 1920, o *rating* soberano floresceu. Mais de uma centena de títulos emitidos por Estados foram colocados em circulação na Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) e avaliados pelas agências de classificação de risco. No entanto, a partir da década de 1930 o mercado de *ratings* soberanos arrefeceu, primeiro pelo impacto da crise econômica de 1929 e pela onda de *defaults* de 1931; depois, pela Segunda Guerra Mundial⁸¹.

O declínio, iniciado no período pré-guerra – já em 1940, as agências haviam retirado os *ratings* atribuídos a títulos em dólares emitidos por Austrália, países da Europa e da Ásia, mantendo apenas os *ratings* dos países da América Latina e da América do Norte – perdurou por três décadas. Gaillard oferece algumas causas que, tomadas em conjunto, explicariam o virtual desaparecimento da atividade de *rating* soberano entre 1940 e 1970⁸².

Primeiro, o Acordo de Bretton Woods⁸³, que desenhou a arquitetura financeira internacional pós-Segunda Guerra, estabeleceu duas instituições – o Banco Mundial e o

ordenamento internacional, mas de maneira modificada, ao instituir que a utilização de força poderia ser feita, desde que o país devedor se recusasse a submeter-se à arbitragem, ou, sendo esta aceita, tumultuasse as negociações, ou, por último, não aceitasse cumprir a decisão. Além do mais, a proposta estadunidense não se referia à dívida pública, mas a débitos de maneira geral. Com pequenas adaptações, a proposta foi aprovada em 27 de julho de 1907 e, desse modo, incorporada ao direito internacional. ARRAES, Virgílio. **Doutrina Drago**. Disponível em: <<http://cpdoc.fgv.br/sites/default/files/verbetes/primeira-republica/DOUTRINA%20DRAGO.pdf>>. Acesso em: 26 dez. 2017.

⁷⁹ Dessas, cerca de 15% eram títulos emitidos por governos estrangeiros: Argentina, Canadá, Cuba, República Dominicana, França, Japão, Noruega, Panamá, Suíça e Reino Unido (GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 4.)

⁸⁰ GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 4.

⁸¹ GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 5.

⁸² GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 6.

⁸³ Produtos da “Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas”, os acordos se tornaram conhecidos pelo nome da cidade da cidade norte-americana em que foram concluídos. O objetivo da Conferência – a que atenderam 44 países, incluindo o Brasil – era estabilizar o sistema financeiro internacional, destruído pela crise de 1929 e pela Segunda Guerra Mundial. O “Sistema Bretton Woods”, cujas bases foram forjadas nessa

Fundo Monetário Internacional (FMI) – que assumiram papel preponderante no empréstimo de capital a países em desenvolvimento, substituindo o mercado de capitais⁸⁴. Em paralelo, os Estados Unidos, através dos planos Marshall e Colombo, forneceram empréstimos para países da Europa e da Ásia⁸⁵.

Segundo, para evitar a fuga de capital do mercado doméstico, os Estados Unidos implementaram a *Interest Equalization Tax* em 1963, que impunha uma taxa de 15% sobre títulos estrangeiros em circulação nos EUA⁸⁶, restringindo consideravelmente os títulos estrangeiros emitidos no mercado de valores americano.

Terceiro, o baixo nível de *default* soberano durante as décadas de 1960 e 1970 criou, nos investidores, a percepção de que esse risco diminuiria.

A partir dos anos 1970, a atividade começou a, gradualmente, recuperar-se. No cenário doméstico dos EUA, a IET foi extinta em 1974. O ponto de inflexão, segundo Gaillard, ocorreu em 1986, quando a Moody's passou a avaliar títulos emitidos em moedas que não o dólar americano, aumentando o número de títulos avaliados. Além disso, à época, o *rating* soberano era emitido como requisito para o *rating* subnacional. Malta, por exemplo, recebeu pela primeira vez um *rating* para que a Freeport Terminal (Malta) Ltda., uma empresa cujos títulos em circulação na NYSE eram garantidos pelo Estado, pudesse receber o seu próprio *rating*⁸⁷.

Depois, em 1989, a dívida externa mexicana foi reestruturada através da emissão de títulos de dívida pública. O plano, implementado sob supervisão do Secretário do Tesouro dos EUA Nicholas Brady, tornou-se conhecido como Plano Brady⁸⁸. Outros arranjos no

conferência, incorporou os preceitos do liberalismo econômico e criou duas grandes organizações internacionais encarregadas de velar pelo sistema monetário internacional: o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial.

⁸⁴ HERZ, M.; HOFFMANN, A. R. **Organizações Internacionais**: história e práticas. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

⁸⁵ Plano Marshall é o plano econômico do pós-segunda guerra consistente em fornecimento de empréstimo a baixo custo e promoção de investimentos públicos na Europa Ocidental. O Plano Colombo envolveu valores menores, mas é considerado o equivalente para o continente asiático. HOGAN, Michael J. **The Marshall Plan**: America, Britain and the Reconstruction of Western Europe, 1947-1952. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

⁸⁶ RATHA, Dilip; DE, Prabal; MOHAPATRA, Sanket. Shadow Sovereign Ratings for Unrated Developing Countries. **World Development**, v. 39, n. 3, p. 295-307, março 2011.

⁸⁷ GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 9.

⁸⁸ VASQUEZ, Ian. The Brady Plan and market-based solutions to debt crises. **Cato Journal**, v. 16, n. 2, 1996, p. 233-243. Disponível em: <https://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1996/11/cj16n2-4.pdf>. Acesso em: 26 dez. 2017.

mesmo modelo proliferaram nos anos 1990, aumentando o tamanho do mercado de crédito soberano. Com isso, outros países em desenvolvimento foram levados a requerer *ratings*⁸⁹.

Nos anos 2000, enfim, países da África passaram a ser avaliados pelas agências de *rating*. Em 2002, o Departamento de Estados dos EUA patrocinou o *Sovereign Credit Rating Program*, em que a Fitch Ratings apresentou a melhor oferta para realizar a avaliação de crédito dos países da África subsaariana participantes do programa⁹⁰. Em 2003, através de uma iniciativa capitaneada e financiada pelo Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD), em parceria com a Standard & Poor's, outros países da África subsaariana também foram avaliados⁹¹. Nas Nações Unidas, a justificativa para a iniciativa do PNUD foi a inclusão dos países africanos no mercado financeiro internacional através da expansão do *rating* soberano no continente, que colocaria os países “no mapa dos investidores” e lhes daria acesso aos mercados de capitais. Essa justificativa se alinha à percepção, muito comum, de que não ter *rating* soberano nenhum é pior do que ter um mau *rating*, uma vez que países não avaliados são considerados os mais arriscados pelos investidores – mais, inclusive, do que países com risco de *default* muito alto⁹².

Em síntese, depois de uma trajetória acidentada, no espaço de cem anos o *rating* soberano se consolidou como virtualmente onipresente, um requisito inescapável para a existência do Estado no disputado mercado de capitais: um soberano entre os soberanos.

1.2.2. Os acessórios: grau de investimento, prêmios de risco e efeito do teto soberano

A vantagem de se ter um bom *rating* é, desde há muito, amplamente conhecida: acesso a mais capital em melhores condições (assim como é conhecida a desvantagem de

⁸⁹ GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 10.

⁹⁰ UNITED STATES. 2012 Investment Climate Statement – Mali. **U.S. Department of State**. Disponível: <<https://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/2012/191193.htm>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

⁹¹ UNITED NATIONS. UN development official calls for expanding credit ratings in Africa to boost investment. **UN News Centre**, 24 fev. 2004. Disponível em: <<http://www.un.org/apps/news/story.asp?NewsID=9895&Cr=UNDP&Cr1=Africa>>. Acesso em: 10 dez. 2017.; STANDARD AND POOR'S. **First Sovereign Credit Ratings Assigned Under New UNDP Initiative for Africa**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/site/devsa2004/30400859.pdf>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

⁹² RATHA, Dilip; DE, Prabal; MOHAPATRA, Sanket. Shadow Sovereign Ratings for Unrated Developing Countries. **World Development**, v. 39, n. 3, p. 295-307, março 2011.

se ter um mau *rating*: menor acesso a crédito e com mais custo).⁹³ Em prol da clareza, é possível tresdobrar a análise das consequências do *rating* em três elementos, aqui denominados *acessórios*, já que o acompanham: grau de investimento, prêmio de risco e efeito do teto soberano.

Pela linha divisória – invisível, mas de efeitos muito concretos – que existe na escala de classificação de risco das agências, o *rating* determina se os títulos do Estado são considerados com *grau de investimento* ou com *grau especulativo*. Qualquer rebaixamento de *rating* é indesejável para o emissor, claro, mas a perda do grau de investimento é especialmente custosa⁹⁴. Como visto na seção 1.1.2., o *rating* é usado, na regulação, para identificação e classificação de ativos. Em geral, isso se concretiza na proibição de que determinadas entidades (por exemplo, fundos de pensão) invistam em ativos *sem* grau de investimento. Com isso, o Estado tem menor acesso a crédito, já que seus títulos são inelegíveis para o que de outra forma seriam potenciais investidores⁹⁵.

Além de delimitar o conjunto de potenciais investidores, o *rating* influencia o custo da captação de crédito para o Estado. Pela regra, quanto menor o *rating*, maior a probabilidade de inadimplência das obrigações financeiras; conseqüentemente, maior é a remuneração que o Estado paga ao investidor pela assunção do risco – isto é, maior é a taxa de juros do título soberano⁹⁶.

Por fim, o *rating* soberano tem o chamado *efeito do teto soberano* (*sovereign ceiling*). Com isso, quer-se dizer que o *rating* do soberano exerce pressão sobre o *rating* dos emissores privados sob sua jurisdição, como um teto⁹⁷. Significa que um mau *rating* do Brasil, por exemplo, pode tornar a captação de crédito mais difícil e mais custosa para

⁹³ DULLES, John Foster. Our Foreign Loan Policy. **Foreign Affairs**, outubro 1926. Disponível em: <<https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/1926-10-01/our-foreign-loan-policy>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

⁹⁴ TENNANT, David; TRACEY, Marlon. **Sovereign Debt and Credit Rating Bias**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2016, p. 2.

⁹⁵ TENNANT, David; TRACEY, Marlon. **Sovereign Debt and Credit Rating Bias**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2016, p. 51.

⁹⁶ DINIZ, Tiago; AMARAL, Hudson; FERREIRA, Bruno. Avaliação do risco soberano: o impacto de variáveis econômicas, políticas e sociais. **Economia Global e Gestão**, Lisboa, v. 17, n. 3, p. 9-31, 2012, p. 12.

⁹⁷ Nesse sentido: “Downgrades can severely curtail the access to financing and increase the cost at which such financing can be accessed, particularly if they push a country from investment to speculative grade. Because the sovereign rating generally sets the ceiling for the ratings assigned to domestic companies, it also affects private financing costs.” (TENNANT, David; TRACEY, Marlon. **Sovereign Debt and Credit Rating Bias**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2016, p. 31).

empresas brasileiras. Um comunicado divulgado pela Standard and Poor's à imprensa em maio de 2017 ilustra como o efeito do teto soberano funciona na prática:

A S&P Global Ratings colocou hoje os ratings de várias entidades corporativas brasileiras na listagem *CreditWatch* com implicações negativas, após ação similar nos ratings de crédito soberano 'BB/B' em moeda estrangeira e em moeda local atribuídos ao Brasil na escala global, e 'brAA-' na Escala Nacional Brasil. Os ratings dessas entidades são afetados diretamente pelos ratings do governo soberano brasileiro, sendo alguns limitados no mesmo nível e outros em até um número máximo de degraus diferenciais acima deste. Portanto, um potencial rebaixamento dos ratings do Brasil provavelmente resultará em rebaixamento dos ratings desses emissores⁹⁸.

O efeito do teto soberano, mais acentuado nas situações de títulos em moeda estrangeira, é considerado o mais controverso do *rating* soberano⁹⁹. Nos títulos em moeda estrangeira, ele reflete o risco de controles de capital e transferência serem impostos pelo soberano, impedindo ou dificultando a capacidade do setor privado de (i) converter moeda local em moeda estrangeira ou (ii) transferir capital para o exterior (por vezes referido como *transfer and convertibility risk*)¹⁰⁰.

Até 1997, agências de *rating* nunca haviam dado a um emissor privado nota de *rating* superior àquela do soberano. A regra do teto começou a ser flexibilizada no contexto das economias dolarizadas de três países da América Latina – Argentina, Panamá e Uruguai – em que o governo teria menos propensão, ou capacidade, de impor restrições de conversão ou transferência, o que tornava os emissores privados menos vulneráveis a um *default* do soberano¹⁰¹. Desde então, a regra do teto foi flexibilizada – é possível que um emissor privado tenha *rating* superior ao do soberano¹⁰² – mas a nota do soberano ainda é um elemento-chave na análise, como o comunicado da Standard and Poor's demonstra.

⁹⁸ STANDARD AND POOR'S. **Comunicado à Imprensa – Ratings de várias entidades brasileiras colocados em *CreditWatch* negativo após ação similar no rating soberano**, 23 de maio de 2017. Disponível em:

<https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?jsessionid=599B3B26F825D97D1466B14FA35DAF40?articleId=1855887&type=NEWS&subType=RATING_ACTION>. Acesso em: 10 dez. 2017.

⁹⁹ HUHNE, Christopher. Rating sovereign risk. **Financial Stability Review**, London, n. 1, autumn 1996, p. 31-38.

¹⁰⁰ GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012, p. 25.

¹⁰¹ BORENSZTEIN, Eduardo; VALENZUELA, Patricio; COWAN, Kevin. Sovereign Ceilings “Lite”? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies. **IMF Working Paper No. 07/75**, 1 abril 2007. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Ceilings-Lite-The-Impact-of-Sovereign-Ratings-on-Corporate-Ratings-in-Emerging-20615>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

¹⁰² “A habilidade do emissor em ultrapassar o teto do país é avaliada em função de três fatores básicos: o valor do crédito do emissor (inclusive mecanismos de suporte externo); a probabilidade de não haver moratória generalizada no caso de falta de pagamento pelo respectivo governo; e as circunstâncias especiais

Em síntese, os efeitos do *rating* soberano atingem aspectos essenciais das finanças públicas – o *rating* determina o próprio custo de financiamento do Estado – e transbordam, afetando entidades de direito privado. Isso em grande medida explica por que os meios de comunicação social dedicam tantas páginas e manchetes ao assunto, que os agentes econômicos acompanham com grande interesse.

do emissor quanto ao acesso à moeda estrangeira.” (GALLO, Giovanna. Classificação de crédito (*rating*). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 42, p. 182-195, out-dez 2008, p. 187).

2. TIPOLOGIA DOS CONTRATOS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO: EXAME DAS CLÁUSULAS DOS CONTRATOS OBTIDOS POR MEIO DA LEI DE ACESSO À INFORMAÇÃO

Para cumprir o previsto na Lei n. 8.666/93, a Secretaria do Tesouro Nacional publica, no Diário Oficial da União (DOU), os extratos de cada declaração de inexigibilidade de licitação e de cada contrato assinado com as agências de classificação de risco. Os extratos referentes aos contratos cujo inteiro teor é examinado nesse trabalho foram localizados no DOU. Tais extratos, porém, são lacônicos. Trazem pouca – ou nenhuma – informação sobre a substância do contrato. Como exemplo, transcrevem-se os extratos referentes à contratação da Standard and Poor's, em 2012:

SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL. EXTRATO DE INEXIGIBILIDADE DE LICITAÇÃO. N.º Processo n.º 17944.001244/2012-02. Objeto: Prestação de Serviços para avaliação de risco de títulos brasileiros, em escala nacional e global. Contratada: Standard & Poor's Financial Services LLC. Fundamento Legal: Inexigibilidade de Licitação baseada na Lei N.º 8.666, de 21/06/93, Art. 25, caput. Justificativa: serviços técnicos realizados por empresa de notória especialização. Declaração de Inexigibilidade em 23/11/2012 - ANTONIO DE PÁDUA FERREIRA PASSOS - Coordenador-Geral de Controle da Dívida Pública/STN. Ratificação em 23/11/2012 - PAULO FONTOURA VALLE - Subsecretário do Tesouro Nacional. Valor: US\$ 275.000,00(duzentos e setenta e cinco mil dólares norte americanos) anuais para a emissão e manutenção da classificação de risco. (DOU n. 229, quarta-feira, 28 de novembro de 2012, Seção 3, p. 135).

SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL. EXTRATO DE CONTRATO PROCESSO Nº 17944.001244/2012-02. Contratante: Secretaria do Tesouro Nacional. Contratado: Standard & Poor's Financial Services LLC. Objeto: Prestação de Serviços para avaliação de risco de títulos brasileiros, em escala nacional e global. Fundamento Legal: Inexigibilidade de Licitação baseada na Lei nº 8.666, de 21/06/93, Art. 25, caput. Vigência: 12 (doze) meses, a partir da data de sua assinatura. Valor: US\$ 275.000,00 (duzentos e setenta e cinco mil dólares norte-americanos). Fonte: 0100000000 - 2012NE000229. Data de assinatura: 04/12/2012. (DOU n. 246, sexta-feira, 21 de dezembro de 2012, Seção 3, p. 157).

Como, até onde se conhece, não há notícia de investigação acadêmica que disseque os contratos para classificação de risco soberano celebrados pelo Brasil, examinando as cláusulas, a proposta desta segunda seção do trabalho é fazer isso. Os três contratos – com Fitch Ratings (2008), Moody's (2009) e Standard and Poor's (2012) – foram examinados de modo comparado, buscando-se identificar neles traços comuns – isto é, uma *tipologia*.

Identificaram-se três questões comuns aos contratos. Primeiro, a questão de serem contratos administrativos de adesão nos quais a Administração Pública é a parte aderente, celebrados mediante inexigibilidade de licitação (2.1.). Segundo, há a questão da limitação da responsabilidade das agências de *rating* pela nota emitida (2.2.). Terceiro, e por fim, a questão da solução de controvérsias (2.3.).

2.1. CONTRATO DE ADESÃO CELEBRADO COM INEXIGIBILIDADE DE LICITAÇÃO

Foram identificados dois processos administrativos em que Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN) examinou a contratação de serviços de avaliação de risco: (i) Parecer PGFN/CJU/COJLC n. 2337/2012 e (ii) Parecer PGFN/CJU/COJLC n. 1625/2015. Apesar de os processos serem posteriores à celebração dos contratos aqui examinados e tratarem especificamente da contratação da *Fitch Ratings*, a análise lá conduzida pela PGFN pode ser estendida a eles devido à identidade do objeto (serviço de avaliação de risco) e semelhança entre os atores (agências de classificação de risco com notória especialização).

O Parecer 2337/2012 primeiro analisou o enquadramento da contratação da avaliação de risco na hipótese de inexigibilidade de licitação, de que trata o artigo 25 da Lei n. 8.666/1993 (Lei Geral de Licitações). Como, por mandamento constitucional (Constituição Federal, artigo 37, XXI), a regra geral do ordenamento jurídico brasileiro é que as contratações pretendidas pela Administração Pública são precedidas de procedimento licitatório, as contratações diretas são excepcionais, limitadas aos casos previstos nos artigos 24 (licitação dispensável), 25 (licitação inexigível) e 17 (licitação dispensada) da Lei Geral de Licitações e submetidas a um procedimento administrativo, como regra¹⁰³.

¹⁰³ NOHARA, Irene Patrícia. Contratação direta. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). **Tratado de direito administrativo: licitação e contratos administrativos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. v. 6, p. 126.

Dispensa e inexigibilidade, as duas hipóteses mais comuns nas quais a Administração Pública pode se afastar da regra geral do procedimento licitatório, não se confundem. Aquela é produto da vontade legislativa; esta, da natureza das coisas¹⁰⁴.

Na dispensa, a licitação poderia ser promovida porque a competição entre particulares é, teoricamente, viável. No entanto, a lei estabelece um rol exaustivo de situações nas quais a licitação é dispensável porque o custo de sua realização (custo econômico, temporal etc.) ultrapassaria o benefício para a Administração Pública¹⁰⁵.

Inexigibilidade, por outro lado, pressupõe a impossibilidade jurídica de competição entre os contratantes¹⁰⁶. A inviabilidade da competição pode ter diversas causas. Justen as classifica em dois grupos: circunstâncias atinentes (i) ao *sujeito* ou (ii) à *natureza do objeto*. No primeiro grupo, a competição é inviável pela ausência de pluralidade de sujeitos em condições de contratação; no segundo, é a natureza do objeto que funciona como causa impeditiva da competição¹⁰⁷.

No Parecer 2337/2012, a PGFN concluiu que tanto (i) a singularidade e imprescindibilidade do serviço de avaliação de risco prestado pela Fitch ao regular e eficiente desenvolvimento das atividades do Tesouro Nacional, quanto (ii) a ausência de critérios objetivos de julgamento para a seleção do objeto pretendido, uma vez que o fator de seleção era subjetivo, associado ao renome da empresa avaliadora, justificavam a contratação direta. Em especial, a justificativa dada pelo Secretaria do Tesouro Nacional no processo administrativo de inexigibilidade de licitação (cf. artigo 26, inciso II da Lei Geral de Licitações), transcrita no Parecer, é reveladora da percepção da essencialidade do *rating* para a Administração Pública:

Os serviços que se pretende recontratar caracterizam-se como serviços de prestação contínua e destinam-se a atender as necessidades da Secretaria-Adjunta do Tesouro Nacional – SECAD III e das Coordenações-Gerais de Operações da

¹⁰⁴ JUSTEN FILHO, Marçal. **Comentários à lei de licitações e contratos administrativos**. 11. ed. São Paulo: Dialética, 2005, p. 232.

¹⁰⁵ JUSTEN FILHO, Marçal. **Comentários à lei de licitações e contratos administrativos**. 11. ed. São Paulo: Dialética, 2005, p. 233. Nesse mesmo sentido: “*Licitação dispensável* é aquela que a Administração pode deixar de realizar, se assim lhe convier.” (MEIRELLES, Hely Lopes. **Licitação e contrato administrativo**: de acordo com as Leis nos. 8.666, de 21.6.93, e 8.883, de 8.6.94. 11. ed. atual. por Eurico de Andrade Azevedo e Célia Marisa Mendes. São Paulo: Malheiros, 1996, p. 88).

¹⁰⁶ MEIRELLES, Hely Lopes. **Licitação e contrato administrativo**: de acordo com as Leis nos. 8.666, de 21.6.93, e 8.883, de 8.6.94. 11. ed. atual. por Eurico de Andrade Azevedo e Célia Marisa Mendes. São Paulo: Malheiros, 1996, p. 88.

¹⁰⁷ JUSTEN FILHO, Marçal. **Comentários à lei de licitações e contratos administrativos**. 11. ed. São Paulo: Dialética, 2005, p. 274.

Dívida Pública – CODIP, de Planejamento Estratégico da Dívida Pública – COGEP, com vistas ao cumprimento das atribuições regimentais relacionadas a Dívida Pública, oferecendo maior segurança e atratividade na colocação de títulos junto aos investidores, possibilitando a obtenção de melhores condições para emissão, tendo em vista que o nível de risco atribuído ao lançamento de títulos influencia diretamente seu preço. **As avaliações feitas por agências idôneas, além de obrigatórias para a colocação de papéis no mercado americano, influencia de forma determinante a percepção de riscos por parte dos agentes de mercado.** A contratação dos serviços das três agências de classificação de grande reputação (*Moody's, Standard & Poor's e Fitch*) por governos soberanos corresponde a prática comumente preconizada e aceita no mercado internacional.

Não atende ao interesse público a contratação de qualquer instituição, mas apenas das agências *Standard & Poor's, Moody's, e Fitch Ratings*, reconhecidas como as maiores agências existentes e de maior credibilidade no mercado. Tal se dá porque o serviço por estas realizado tem inquestionável qualidade e confiabilidade, tornando sua contratação essencial e indiscutivelmente adequada à plena satisfação dos interesses da República. Considerando que as três agências prestam serviço à STN, qualquer processo de licitação mostra-se inócuo, pois o fator significativo, determinante e insubstituível para o atendimento do interesse público é o prestígio do nome da agência.

Inquestionável pois que o *rating* configura-se em serviço de notória especialização, estando diretamente ligado ao renome que a empresa realizadora da avaliação de risco possui perante o mercado internacional. **A qualificação da *Fitch Ratings LTD* é indiscutível, e seus serviços de *rating* influenciam decisivamente a negociabilidade dos títulos emitidos pelo Governo Brasileiro.** A credibilidade do *rating* é exigência do mercado, possibilitando que a República efetue os lançamentos no mercado internacional como vem fazendo sempre a menores custos.¹⁰⁸ (grifou-se)

O segundo aspecto analisado pelo Parecer 2337/2012 foi o enquadramento do contrato de avaliação de risco como contrato de adesão. A doutrina ensina que todo contrato não negociado, com cláusulas impostas, é de adesão, seja ou não um contrato de massa (como são, modo geral, os contratos de consumo). A característica distintiva do contrato de adesão é que nele não há margem possível para negociação. Nele:

[...] está fundamentalmente em causa a inexistência de negociação, a elaboração prévia tem de significar elaboração inicial, única e completa das cláusulas contratuais por uma das partes, isto é, comunicação por um dos eventuais contratantes ao outro, logo no início do processo de formação do contrato, de um projeto completo clausulado, de tal modo que se compreenda não ficar para o

¹⁰⁸ BRASIL. Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional. **Parecer PGFN/CJU/COJLC n. 2337/2012.** Contratação de serviços de avaliação de risco de títulos brasileiros (*rating*) da agência Fitch Ratings Ltd. Inexigibilidade de licitação. Contrato de adesão. Exame de legalidade. Assinado por Vitor Junqueira Vaz (Procurador da Fazenda Nacional), 13 nov. 2012; Fabiano de Figueirêdo Araujo (Coordenador Jurídico de Licitações e Contratos), 14 nov. 2012; Ricardo Soriano de Alencar (Procurador-Geral Adjunto de Consultoria Administrativa). p. 5.

destinatário outra alternativa além da adesão, no essencial, a esse projeto ou da sua recusa em globo.¹⁰⁹

Na consulta, a PGFN reconheceu que se tratava de minuta de contrato de adesão, disciplinado pelo artigo 54 do Código de Defesa do Consumidor e, reiterando manifestação dada em outra sede, recomendou que se não fosse possível a inserção das cláusulas obrigatórias previstas na Lei nº 8.666/1993 (artigo 55) caberia à Secretaria do Tesouro Nacional avaliar a imperiosa necessidade da contratação dos serviços. Isso faz do contrato de classificação de risco uma espécie peculiar de contrato administrativo, que, como regra geral, é um contrato de adesão no qual o particular, e não a Administração Pública, é o aderente¹¹⁰.

No contrato com a Standard and Poor's, em que a escolha foi pela aplicação da lei brasileira (vide a subseção 2.1.2, abaixo), a qualificação do contrato como *de adesão* tem uma importância consequência hermenêutica. Pelas Código Civil, que se aplica supletivamente aos contratos administrativos (Lei 8.666, art. 54):

Código Civil, Art. 423. Quando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente.

Código Civil, Art. 424. Nos contratos de adesão, são nulas as cláusulas que estipulem a renúncia antecipada do aderente a direito resultante da natureza do negócio.

¹⁰⁹ ALMEIDA, Carlos Ferreira de. **Contratos**: conceito, fontes, formação. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2013. v. 1. p. 185. Nesse mesmo sentido : “On entend par là des contrats dont la conclusion résulte, non d’une libre discussion comme le voulait la conception classique, mais de l’adhésion, d’où son nom, de la partie économiquement faible au projet prérédigé par la partie forte.” (TERRÉ, François; SIMLER, Philippe; LEQUETTE, Yves. **Droit civil**: les obligations. 10e éd. Paris: Dalloz, 2009. p. 86.)

¹¹⁰ A doutrina administrativista é uníssona nesse sentido: “Todas as cláusulas dos contratos administrativos são fixadas unilateralmente pela Administração. Costuma-se dizer que, pelo instrumento convocatório da licitação, o poder público faz uma oferta a todos os interessados, fixando as condições em que pretende contratar; a aceitação das propostas pelos licitantes equivale à aceitação da oferta feita pela Administração. [...] Mesmo quando o contrato não é precedido de licitação, é a Administração que estabelece, previamente, as cláusulas contratuais, vinculada que está às leis, regulamentos e ao princípio da indisponibilidade do interesse público.” (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito administrativo**. 28. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 313-314). Hely Lopes Meirelles chega a identificar nesse aspecto o *traço distintivo* do contrato administrativo: “Contrato administrativo é o ajuste que a Administração Pública, agindo nessa qualidade, firma com particular ou outra entidade administrativa para a consecução de objetivos de interesse público, nas condições estabelecidas pela própria administração. [...] Mas o que realmente o tipifica e o distingue do contrato privado é a participação da Administração na relação jurídica com *supremacia de poder* para fixas as condições iniciais do ajuste.” (MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. 30. ed. atual. por Eurico de Andrade Azevedo, Délcio Balestero Aleixo e José Emmanuel Burle Filho. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 211-212).

No Parecer 1625/2015, o objeto da consulta foi a minuta de um termo aditivo para prorrogação da vigência do contrato por doze meses. A análise da PGFN deteve-se na justificativa do preço, considerado adequado porque compatível com os valores do mercado.

Em síntese, os contratos para classificação de risco têm uma dupla peculiaridade: são exceções à regra geral de contratação pela Administração Pública mediante licitação e são contratos administrativos de adesão no qual a Administração Pública é a parte aderente.

2.2. EXONERAÇÃO E LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE CIVIL DAS AGÊNCIAS DE RATING

O estudo da responsabilidade civil das agências de *rating* pode ser decomposto em três aspectos. Primeiro, há a questão das cláusulas de limitação de responsabilidade. Segundo, a natureza da responsabilidade das agências de *rating*, se subjetiva ou objetiva. Terceiro, devido à pouca disponibilidade de doutrina nacional, o exame das lições de direito comparado sobre esse tema – mais especificamente, da situação em outros ordenamentos jurídicos e dos casos estrangeiros em que se discutiu a responsabilidade da agência pelo *rating* emitido.

Cláusulas de exoneração ou limitação de responsabilidade, presentes nos contratos para classificação de risco com a Standard and Poor's e a Moody's, em si mesmas são objeto de controvérsia, no Brasil e no exterior – não por outro motivo, muitas são as obras dedicadas à investigação do assunto¹¹¹.

Standard & Poor's:

3. CARTA DE CLASSIFICAÇÃO. [...] Ao requerer avaliações de risco, o requerente entende e concorda que a Standard & Poor's não renuncia a qualquer proteção, privilégio ou defesa que possa ter sob a lei, incluindo, mas não limitado à Primeira Emenda à Constituição dos Estados Unidos da América. Sem limitar a

¹¹¹ E.g., DIAS, José de Aguiar. **Cláusula de não-indenizar**: chamada cláusula de irresponsabilidade. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1976; MONTEIRO, António Pinto. **Cláusulas limitativas e de exclusão de responsabilidade civil**. Coimbra: Almedina, 2003; PRATA, Ana. **Cláusulas de exclusão e limitação da responsabilidade contratual**: regime geral. Coimbra: Almedina, 2005; FERNANDES, Wanderley. **Cláusulas de exoneração e de limitação de responsabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2013; BANDEIRA, Luiz Octávio Villela de Viana. **As cláusulas de não indenizar no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2016.

sentença anterior, a eventual responsabilidade de reparação de danos pela Standard & Poor's, se houver, relacionada a qualquer avaliação de risco, **não poderá exceder o montante total das tarifas de classificação de risco pagas pela avaliação, a não ser em casos de flagrante negligência ou conduta dolosa de sua parte.** Este parágrafo sobreviverá ao término do contrato ou ao cancelamento de uma avaliação. (grifou-se)

Moody's:

IV. LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE

A. Todas as informações, incluindo *ratings* fornecidas pela Moody's ("Informações") são fornecidas "como tal" sem garantia de qualquer tipo e a Moody's, em particular, não faz nenhuma representação de garantia, expressa ou implícita, quanto à precisão, oportunidade, integridade, comercialidade ou adequação para qualquer propósito específico de tais informações.

B. Em nenhuma circunstância a Moody's terá qualquer responsabilidade contratual, extracontratual ou outra, para o Requerente, para qualquer emissor ou abaixo assinado e para qualquer terceiro ou entidade por (a) qualquer perda ou dano causado, no todo ou em parte, resultado ou relacionado a qualquer erro (negligente ou não, mas excluindo fraude, desonestidade e/ou má conduta intencional ou qualquer outro tipo de responsabilidade que não possa ser excluído por lei) ou outra circunstância de contingência dentro ou fora do controle da Moody's ou de qualquer seus diretores, funcionários, funcionários ou agentes em conexão com a aquisição, coleta, compilação, análise, interpretação, comunicação, divulgação, publicação ou entrega de qualquer informação, ou (b) qualquer dano direto, indireto, especial, consequente, compensatório ou acessório (incluindo, sem limitação, perda de lucros), mesmo que a Moody's seja avisada antes da possibilidade de tais danos, resultantes do uso ou incapacidade de usar, quaisquer das informações referidas.

C. O Requerente deve indenizar e isentar a Moody's e todos os seus diretores, gerentes, funcionários, agentes e afiliados de quaisquer reivindicações de qualquer natureza (previsível ou não) decorrente ou em conexão com este Pedido ou Plano de Tarifas ou pela entrega ao Requerente ou ao Emissor de, ou dependência pelo Requerente ou o Emissor ou por qualquer terceiro na, classificação ou qualquer violação deste Pedido e Programação de Tarifas pelo Requerente e o Emissor, exceto que os termos deste parágrafo não se aplicam aos casos em que tal reclamação se origine em função de qualquer fraude ou má conduta por parte da Moody's que não na medida em que tais reivindicações resultem do uso indevido da classificação ou de qualquer dependência reconhecida como inapropriada.

D. O requerente concorda e reconhece que as notações de crédito são e devem ser interpretadas unicamente como declarações de opinião e não declarações de fato ou recomendações para comprar, vender ou manter quaisquer valores mobiliários. NENHUMA GARANTIA, EXPRESSA OU IMPLÍCITA, RELATIVA À PRECISÃO, TEMPORALIDADE, INTEGRALIDADE, COMERCIALIABILIDADE OU ADEQUAÇÃO PARA QUALQUER PROPÓSITO ESPECÍFICO DE QUALQUER CLASSIFICAÇÃO OU OUTRA OPINIÃO OU INFORMAÇÃO É DADA OU REALIZADA PELA MOODY'S DE QUALQUER FORMA OU MANEIRA DIFERENTE.

E. Cada avaliação ou outra opinião deve ser ponderada apenas como um fator em qualquer decisão de investimento tomada por ou em nome de qualquer usuário de ratings de crédito e cada um desses usuários deve fazer seu próprio estudo e

avaliação de cada título e de cada emissor e garante de, e cada provedor de suporte de crédito para, cada segurança que considere comprar, manter ou vender¹¹².

No Brasil, o magistério de José de Aguiar Dias esclarece as controvérsias que circundam a questão da validade de cláusula de não-indenizar. Os que lhe são críticos apontam (i) a falta de liberdade de contratar, em que o devedor se aproveitaria da impossibilidade de discutir o contrato para impor cláusula leonina; (ii) a imoralidade da estipulação em que os particulares convencionam a exoneração das consequências das próprias faltas; (iii) autorização para o devedor cumprir ou não a sua obrigação; (iv) ausência de causa, elemento essencial do contrato, pois a obrigação ficaria sem causa ao admitir-se que o devedor pode exonerar-se de sua obrigação; (v) desarticulação do

¹¹² No original: “IV. LIMITATION OF LIABILITY

A. All information, including credit ratings provided by Moody’s (“Information”) is provided “as is” without warranty of any kind and Moody’s, in particular, makes no representation of warranty, express or implied, as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability or fitness for any particular purpose of such information.

B. Under no circumstances shall Moody’s have any liability in contract, tort or otherwise, to the Applicant, any issuer or the undersigned and any third party or entity for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from or relating to, any error (negligent or otherwise, but excluding fraud, dishonesty, and/or willful misconduct or any other type of liability that cannot be excluded by law) or other circumstance of contingency within or outside the control of Moody’s or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, analysis, interpretation, communication, dissemination, publication or delivery of any such information, or (b) any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including, without limitation, lost profits), even if Moody’s is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of or inability to use, any such information.

C. The Applicant shall indemnify and hold harmless Moody’s and all of its directors, officers, employees, agents and affiliates from any claims of whatever nature (whether foreseeable or not) arising from or in connection with this Application or Fee Schedule or the delivery to the Applicant or the Issuer of, or reliance by the Applicant or the Issuer or by any third party on, the rating or any breach of this Application and Fee Schedule by the Applicant and the Issuer, save that the terms of this paragraph shall not apply to the extent that any such claim arises by reason of any fraud or misconduct on the part of Moody’s other than to the extent such claims derives from the misuse of the rating or from any reliance otherwise acknowledged as inappropriate.

D. Applicant agrees and acknowledges that credit ratings are and must be construed solely as statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY’S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

E. Each rating or other opinion must be weighed solely as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of credit ratings and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, holding or selling.”

mecanismo social, ao permitir que o devedor descumpra o contrato sem o ônus de reparar o dano¹¹³.

Hoje, no entanto, tanto doutrina quanto jurisprudência, no Brasil e no exterior, admitem a validade da cláusula de indenizar dentro de certos limites, com base no princípio da autonomia da vontade e da liberdade de contratar¹¹⁴. Consequentemente, o campo de incidência da cláusula está limitado à responsabilidade *contratual*. “A cláusula é inadmissível na responsabilidade extracontratual porque, ali, as partes nada contratam. Ademais, os princípios da responsabilidade delitual são de ordem pública.”¹¹⁵ Além disso, mesmo dentro do campo da responsabilidade contratual, a autonomia das partes está sujeita às restrições impostas pelas normas de ordem pública – para Cavalieri, a responsabilidade em situações de dolo ou culpa grave são exemplos de normas que não podem ser afastadas pela vontade das partes.¹¹⁶ Partindo dessas lições, são válidas as cláusulas estipuladas nos contratos, porque não limitam ou excluem a responsabilidade das agências em situações de dolo ou culpa grave. O contrato da Moody’s, por prever a exclusão de *tort liability*, poderia suscitar objeção com fundamento em ordem pública, se eventual sentença estrangeira decidida com base nesse fundamento fosse executada no Brasil.

Quanto à natureza da responsabilidade extracontratual, predomina o entendimento de que a responsabilidade das agências de *rating* é subjetiva, por mais que existam propostas de modificação do regime para uma forma mitigada de responsabilidade objetiva¹¹⁷. Para analisar a questão à luz do ordenamento jurídico brasileiro, cabe recordar os princípios do instituto da responsabilidade civil.

A responsabilidade subjetiva, fundamentada no dolo ou culpa do agente, coexiste com a responsabilidade objetiva, fundamentada no risco, que é “a exceção ao lado da figura

¹¹³ DIAS, José de Aguiar. **Cláusula de não-indenizar**: chamada cláusula de irresponsabilidade. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1976, p. 70.

¹¹⁴ CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de responsabilidade civil**. 12. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 636.

¹¹⁵ CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de responsabilidade civil**. 12. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 636.

¹¹⁶ CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de responsabilidade civil**. 12. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 638.

¹¹⁷ E.g., PACCES, Alessio; ROMANO, Alessandro. A Strict Liability Regime for Rating Agencies. **American Business Law Journal**, v. 52, n. 4, p. 673-720, Winter 2015.

geral, que continua sendo o ato ilícito integrado pelo elemento culpa”¹¹⁸. Existem, no Código Civil, cláusulas gerais de responsabilidade objetiva – dentre as quais está o artigo 927, § único, que trata de responsabilidade independente de culpa nos casos em que a atividade desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, riscos para os direitos de outrem¹¹⁹. Para delimitar o campo de incidência da responsabilidade objetiva, Cavalieri explica que a responsabilidade subjetiva se aplica às relações interindividuais, para pessoas físicas e profissionais liberais, enquanto a objetiva se aplica às relações entre o grupo e o indivíduo¹²⁰.

Dada a ausência de regras específicas sobre a responsabilidade da agência de *rating*, por analogia às disposições aplicáveis a um outro intermediário financeiro que exerce a função de *gatekeeper* – o auditor – pode-se concluir que a responsabilidade da agência é subjetiva. A Lei n. 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, prevê, no artigo 26, §2º, que:

As empresas de auditoria contábil ou auditores contábeis independentes responderão, civilmente, pelos prejuízos que causarem a terceiros em virtude de **culpa** ou **dolo** no exercício das funções previstas neste artigo.

Em outras jurisdições, a responsabilidade das agências de *rating* também é subjetiva. Pela influência que exercem nas discussões em âmbito multilateral e nas iniciativas regulatórias do Brasil, examinar-se-á o panorama nos Estados Unidos e na União Europeia. Pela repercussão internacional, examinar-se-á o precedente *Bathurst Regional Council v. Local Government Financial Services*, da Austrália.

Nos Estados Unidos, em especial, a responsabilidade é subjetiva e, pela arquitetura normativa, tende-se à não-responsabilização das agências pelo *rating*. Antes da promulgação do *Dodd-Frank Act*, em 2010, Partnoy concluiu que a presunção, muito comum, de que a possível responsabilização civil influenciaria a tomada de decisão das agências era incorreta, pois da Regra 436(g) do Securities Act – *ratings* não eram

¹¹⁸ RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz; MAMEDE, Gladston; ROCHA, Maria Vital da (Coord.). **Responsabilidade civil contemporânea**: em homenagem a Sílvio de Salvo Venosa. São Paulo: Atlas, 2011, p. 34.

¹¹⁹ CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de responsabilidade civil**. 12. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 7.

¹²⁰ CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de responsabilidade civil**. 12. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 221.

considerados parte de um *registration statement* preparado e certificado por especialista, divulgado com seu consentimento – decorria que agências de *rating* não estavam submetidas ao regime de responsabilidade aplicável aos demais intermediários financeiros (Seção 11 do *Securities Act*)¹²¹. Em 2010, o Dodd-Frank Act, que trouxe várias reformas na regulação do setor financeiro, inclusive em relação a agências de *rating* (seção 931-931H), modificou essa provisão. Em resposta, no entanto, as agências indicaram que não consentiriam com a divulgação de *ratings* em *registration statements*, precisamente porque isso as exporia à responsabilização civil nos termos da Seção 11 do *Securities Act*¹²².

Nos casos em que foram demandadas nos Estados Unidos, as agências conseguiram defender-se, com sucesso, essencialmente com base em duas teses jurídicas. Primeiro, a de que o *rating* é opinião, cuja expressão é fortemente protegida pela Primeira Emenda da Constituição dos Estados Unidos. Segundo, a de que *ratings* são divulgados com extensas advertências (*disclaimers*) e não são recomendações de compra, venda ou manutenção de títulos. O paradoxo da regulação norte-americana, para Partnoy, é evidente: o regulador faz uso do *rating* e dele se vale como critério para identificar e classificar ativos (*vide* seção 1.1.2.), mas ao investidor não é dado fazer o mesmo¹²³.

Se as mudanças trazidas pelo *Dodd-Frank Act* foram tímidas, apesar de muito alardeadas, do outro lado do Atlântico, a União Europeia deflagrou, em 2009, a mais importante ofensiva regulatória contra as agências de *rating*. Em setembro de 2009, aprovou-se o Regulamento 1060/2009 (que serviu de inspiração à Instrução n. 521 da CVM), impondo às agências normas de conduta para minimizar eventuais conflitos de interesse e assegurar a transparência e a integridade no processo de emissão dos *ratings*¹²⁴. O Regulamento 1060/2009 foi logo emendado pelo Regulamento n. 513/2011, de maio de

¹²¹ PARTNOY, Frank. The Paradox of Credit Ratings. In: LEVICH, Richard; MAJNONI, Giovanni; REINHART, Carmen (eds.). **Ratings, rating agencies and the global financial system**. New York: Springer Science + Business Media New York, 2002. p. 65-84. (New York University Salomon Center series on financial markets and institutions, v. 9). p. 78.

¹²² HIRST, Scott. Including Credit Ratings in Registration Statements. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation**, 19 ago. 2010. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2010/08/19/including-credit-ratings-in-registration-statements/>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

¹²³ PARTNOY, Frank. The Paradox of Credit Ratings. In: LEVICH, Richard; MAJNONI, Giovanni; REINHART, Carmen (eds.). **Ratings, rating agencies and the global financial system**. New York: Springer Science + Business Media New York, 2002. p. 65-84. (New York University Salomon Center series on financial markets and institutions, v. 9). p. 79.

¹²⁴ UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n. 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho**, 16 de setembro de 2009. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=uriserv:OJ.L_.2009.302.01.0001.01.ENG>. Acesso em: 20 dez. 2017.

2011¹²⁵. Por fim, em maio de 2013, o Regulamento n. 462/2013 emendou o Regulamento 1060/2009 para nele incluir uma seção inteira dedicada à regulamentação da responsabilidade civil extracontratual das agências de *rating*. Da justificativa – *i.e.*, dos *Considerandos* – que precede o texto legislativo, depreende-se que a dificuldade, seja para o investidor, seja para o emissor, em se provar a responsabilidade civil de uma agência de *rating* era a preocupação do legislador europeu:

Pode ser particularmente difícil provar a responsabilidade civil de uma agência de notação de risco na falta de uma relação contratual entre essa agência e, por exemplo, um investidor ou um emitente que tenha sido objeto de notação sem o ter solicitado. Os emitentes podem também defrontar-se com dificuldades ao invocar a responsabilidade civil de uma agência de notação perante eles mesmo quando essa relação contratual exista [...] Por conseguinte, é importante atribuir um direito de reparação adequado aos investidores que tenham razoavelmente confiado numa notação de risco emitida em violação do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, bem como aos emitentes que incorram em prejuízos devido a notações de risco emitidas em violação do Regulamento (CE) n.º 1060/2009. Os investidores e os emitentes deverão poder invocar a responsabilidade da agência de notação de risco por qualquer prejuízo causado por uma violação daquele regulamento que tenha influenciado o resultado da notação. Enquanto que os investidores e emitentes que tenham uma relação contratual com uma agência de notação de risco podem optar por processar esta última com base numa violação do contrato, deverá ser facultada a todos os investidores e emitentes, independentemente da existência de uma relação contratual entre as partes, a possibilidade de exigir reparação com base na violação do Regulamento (CE) n.º 1060/2009.¹²⁶

Aumentar a exposição das agências de *rating* à responsabilização civil não significa dizer que o regulamento europeu adotou – ou mesmo, que se aproximou – do regime de responsabilidade objetiva. Pelo contrário, o *rating* ser “errado” ou “falso” nada diz sobre a responsabilidade da agência, cujos pressupostos estão postos no item 1 do Artigo 35^a do Regulamento 1060/2009, como emendado pelo Regulamento n. 462/2013:

Art. 35A. 1. Caso uma agência de notação de risco cometa, com **dolo** ou **negligência grave, alguma das infrações enumeradas no Anexo III**, afetando desse modo uma notação de risco, os investidores ou emitentes podem exigir à

¹²⁵ Delegou-se à Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados), criada pelo Regulamento (UE) n. 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, competências para o registo e supervisão das agências de *rating*, e se adicionou os Anexos III (Lista de infracções) e IV (Lista dos coeficientes de ajustamento ligados a circunstâncias agravantes ou atenuantes para aplicação de sanção) ao Regulamento 1060/2009. UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n. 513/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho**, 11 de maio de 2011. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2011.145.01.0030.01.POR&toc=OJ:L:2011:145:TOC>. Acesso em: 20 dez. 2017.

¹²⁶ UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n. 462/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho**, 21 de maio de 2013. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0462&from=EN>>. Acesso em: 20 dez. 2017. Itens 32-33.

agência de notação de risco a indenização dos danos que tal infração lhes tenha causado¹²⁷. (grifou-se)

Em outras palavras, na legislação europeia o pressuposto de responsabilidade é a violação, com dolo ou culpa grave, de algum dever específico de lealdade, diligência, transparência e informação. Pelo item 2 do Art. 35A, o ônus¹²⁸ de apresentar informações que “*indiciem* que a agência de notação de risco cometeu uma infração”, afetando de algum modo a avaliação e a emissão do *rating*, cabe ao investidor ou ao emissor. Apesar de ser um regime com peculiaridades, em razão da especificidade dos deveres que o Anexo III do Regulamento 1060/2009 impõe às agências de *rating*¹²⁹, é possível identificar semelhanças entre esse regime de responsabilidade e o aplicável aos administradores de empresas, em que vigora a chamada *business judgment rule*.

A razão determinante da *business judgment rule* é que não pode o Poder Judiciário, *ex post*, julgar as decisões do administrador pelo retrovisor, avaliando-lhes no mérito, para analisar se a decisão foi boa ou má aos negócios da companhia (no caso do *rating*, seria para analisar se o *rating* foi correto ou verdadeiro). Fazendo isso, o Poder Judiciário se substituiria à administração e revisaria uma decisão levando em conta *mais informações* do que as que estavam disponíveis no tempo da tomada de decisão. Como explicado no voto do Diretor-Relator Pedro Oliva Marcílio de Souza, em conhecida manifestação da CVM sobre dever de diligência, dever de lealdade e *business judgment rule*:

Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada "regra da decisão negocial" (*business judgment rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, **o Poder Judiciário não irá**

¹²⁷ UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n. 462/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho**, 21 de maio de 2013. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0462&from=EN>>. Acesso em: 20 dez. 2017 Art. 35A.

¹²⁸ “Ônus da prova é o ônus que tem alguém de dar a prova de algum enunciado de fato. Não se pode pensar em dever de provar, porque não existe tal dever, quer perante a outra pessoa, quer perante o juiz; o que incumbe ao que tem o ônus da prova há de exercer-se no seu próprio interesse.” MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado: parte geral**. Atualizado por Marcos Bernardes de Mello [e] Marcos Ehrhardt Jr. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. 3. (Coleção Tratado de Direito Privado), p. 531. Ainda: “O ônus jurídico, a necessidade de agir de certo modo para tutela do interesse próprio, uma condição para obter certa vantagem.” GOMES, Orlando. **Obrigações**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1978. [v. 2], p. 14.

¹²⁹ O item 42, seção I, do Anexo III, por exemplo, estabelece que as agências cometem uma infração “se não adotarem, aplicarem e executarem medidas adequadas para assegurar que as notações de risco que emitem se baseiem numa análise exaustiva de todas as informações disponíveis e relevantes, de acordo com as respectivas metodologias de notação.” Nesse mesmo sentido, o item seguinte prevê infração se as agências “não utilizarem metodologias de notação rigorosas, sistemáticas, contínuas e sujeitas a validação com base na experiência histórica, incluindo a verificação a posteriori.”

rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência.¹³⁰ (grifou-se)

Algo semelhante ocorre em relação às agências de *rating*, na legislação europeia. Em eventual ação indenizatória, com fundamento em responsabilidade *extracontratual*, movida por investidor ou por emissor que alega ter sido lesado por um *rating*, ao invés de analisar a acuidade do *rating* em si, o Poder Judiciário avaliaria se a agência cumpriu ou não com os deveres especiais que lhe são impostos pelo Anexo III do Regulamento 1060/2009. Isso se dá sem prejuízo de eventual ação do emissor com fundamento em responsabilidade contratual (sujeita, claro, a eventual cláusula de limitação ou exoneração de responsabilidade, pelos termos do contrato). Até onde se conhece, porém, não há notícia de caso que tenha sido julgado na Europa, com base na nova legislação.

A decisão paradigmática sobre a responsabilidade civil de agências de *rating* vem da longínqua Austrália. Foi lá onde, pela primeira vez, uma das grandes agências de *rating* – no caso, a Standard and Poor’s – foi condenada a indenizar investidores. A condenação foi dada pela Corte de New South Wales (2009), mantida em decisão monocrática pela Ministra da Corte Federal da Austrália Jayne Jagot (2012)¹³¹ e confirmada em decisão colegiada (2014)¹³². A decisão é significativa porque afirmou que as agências devem um exercício razoável de diligência e cuidado a potenciais investidores que confiam em seus *ratings*¹³³.

Há peculiaridades no caso australiano. O banco de investimento ABN Amro criou um produto financeiro complexo, inédito no mercado, intitulado *Constant Proportion Debt Obligation* (CPDO). Contratou a Standard and Poor’s para avaliar o CPDO, deixando claro que buscava o *rating* AAA, pois sua intenção era vender o produto à Local Government

¹³⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2005/1443**. Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcílio de Souza. Julgamento em 10 de maio de 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2017.

¹³¹ AUSTRÁLIA. Federal Court of Australia. **Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200**. Applicant: Bathurst Regional Council. Respondents: Local Government Financial Services Pty Ltd; ABN Amro Bank; McGraw-Hill International (UK) Ltd; American Home Assurance Company. Judge: Jagot J. 5 nov. 2012.

¹³² AUSTRÁLIA. Federal Court of Australia. **ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council [2014] FCAFC 65 (6 June 2014)**. Appeal from Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200. Judges: Jacobson, Gilmour e Gordon JJ. 6 jun. 2014.

¹³³ SAHORE, Aarushi. ABN Amro Bank NV v Bathurst Regional Council: Credit Rating Agencies and Liability to Investors. **Sidney Law Review**, v. 37, n. 3, p. 437-455, 2015.

Financial Services, que então o revenderia a conselhos locais, como o Bathurst Regional Council, submetidos a diretrizes rígidas quanto aos ativos nos quais poderiam investir (*vide* seção 1.2.2.).

Pela complexidade do CPDO, investidores não conseguiriam averiguar, por conta própria, a avaliação feita pela agência de *rating*, que o classificou como AAA, com possibilidade de *default* inferior a 1%. No entanto, o produto financeiro era extremamente volátil – houve oitiva de vários peritos nesse sentido. Apesar de a Standard and Poor’s ter inicialmente proposto volatilidade de 35% (com o que o CPDO não alcançaria o *rating* de AAA), o ABN Amro pressionou por um índice inferior. Houve coordenação entre emissor e agência de *rating* e, ao final, a Standard and Poor’s empregou um índice de 15% de volatilidade na estimativa do risco. Pela corte, isso foi considerado um erro grosseiro, induzido pelo ABN Amro¹³⁴. Concluiu-se que a Standard and Poor’s *sabia* que o *rating* não era confiável e justificado, e que poderia enganar investidores (*unreasonable, unjustified and misleading*)¹³⁵.

A conclusão da Corte Federal da Austrália foi que a Standard and Poor’s tinha o dever de exercer diligência razoável na emissão do *rating* e de ter fundamentos razoáveis para a opinião expressada por meio do *rating*, ainda que não tivesse a obrigação de estar correta sobre essa opinião¹³⁶.

Apesar de os ordenamentos jurídicos serem diferentes, os fundamentos empregados pela Corte Federal da Austrália, para condenar a Standard and Poor’s a indenizar o investidor que sofrera prejuízos em razão do *rating*, estão em harmonia com os pressupostos

¹³⁴ AUSTRÁLIA. Federal Court of Australia. **Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200**. Applicant: Bathurst Regional Council. Respondents: Local Government Financial Services Pty Ltd; ABN Amro Bank; McGraw-Hill International (UK) Ltd; American Home Assurance Company. Judge: Jagot J. 5 nov. 2012. §2611

¹³⁵ AUSTRÁLIA. Federal Court of Australia. **ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council [2014] FCAFC 65 (6 June 2014)**. Appeal from Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200. Judges: Jacobson, Gilmour e Gordon JJ. 6 jun. 2014. §563

¹³⁶ No original: “S&P was found to owe LGFS a duty to exercise reasonable care in forming, and to have reasonable grounds for, the opinion expressed by the rating. [...] There was no suggestion, and it was not held, that S&P had a duty to be right about the opinion it expressed. The identified duty was that S&P exercise reasonable care in forming and expressing the relevant opinion about the credit risk of the Rembrandt notes. It failed to do so.” AUSTRÁLIA. Federal Court of Australia. **ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council [2014] FCAFC 65 (6 June 2014)**. Appeal from Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200. Judges: Jacobson, Gilmour e Gordon JJ. 6 jun. 2014. §566

de responsabilização adotados no regulamento da União Europeia. A questão central não é a precisão do *rating*, mas a conduta da agência no processo de emissão do *rating*.

Em síntese, agências de *rating* na prática se valem de cláusulas de limitação de responsabilidade contratual perante os emissores. No plano da responsabilidade extracontratual, estão submetidas ao regime subjetivo. Do exame do direito comparado, depreende-se que o pressuposto para responsabilização é a violação de dever de diligência e cuidado no processo de emissão do *rating*.

2.3. SOLUÇÃO DE CONTROVÉRSIAS: A ARBITRABILIDADE OBJETIVA DO INTERESSE PÚBLICO SECUNDÁRIO

Apenas o contrato celebrado com a Moody's tem cláusula compromissória, prevendo arbitragem com sede em Paris e conforme o regulamento da Câmara de Comércio Internacional. Nos contratos com a Fitch e com a Standard and Poor's, a cláusula de eleição de foro prevê a competência do foro da Seção Judiciária do Distrito Federal:

Fitch Ratings:

6. FORO. As questões decorrentes desse contrato, que não possam ser dirimidas amigavelmente, serão dirimidas pelo foro da Justiça Federal Brasileira, no Distrito Federal.

Standard & Poor's:

12. FORO. [...] As partes concordam em eleger a Justiça Federal – Seção Judiciária do Distrito Federal como foro exclusivo para qualquer resolução de conflitos e as partes aqui consentem com a jurisdição pessoal de tais foros.

Moody's

As partes devem, em primeira instância, tentar resolver qualquer disputa decorrente desta Aplicação por meio de negociação direta entre as partes envolvidas. Se, apesar da negociação entre as partes, qualquer disputa ou controvérsia decorrente deste Contrato permanecer sem solução, tal disputa ou controvérsia deve ser resolvida de forma exclusiva e final por arbitragem ("Arbitragem").

Ao resolver qualquer disputa ou controvérsia, os árbitros devem observar as Regras de Arbitragem da Câmara de Comércio Internacional (as "Regras"), então

em vigor. [...] A Arbitragem será realizada na cidade de Paris, França. O idioma oficial na arbitragem deve ser o inglês.

As partes devem igualmente compartilhar os custos e despesas da Arbitragem, exceto que cada parte será responsável pelo pagamento de seus próprios custos e taxas legais.¹³⁷

Como é pacífico que as partes podem modificar a competência em razão do território, elegendo o foro onde será proposta ação oriunda de direitos e obrigações¹³⁸, apenas a questão da cláusula compromissória precisa ser analisada de modo mais minucioso.

Antiga é a controvérsia torno de questão da validade de cláusula compromissória celebrada por sujeito de direito público¹³⁹, ainda que nos últimos anos a discussão tenha arrefecido, ganhando força o entendimento de que a cláusula obriga os signatários, quer sejam pessoas de direito privado, quer sejam de direito público. No Brasil, em especial, a alteração introduzida na Lei n. 9.307/1996 (Lei de Arbitragem) pela Lei n. 13.129/2015 – diploma de natureza processual, sobre competência, de vigência imediata – tornou explícita a possibilidade de utilização da arbitragem pela administração pública direta e indireta, pondo fim às discussões existentes sobre a *arbitrabilidade subjetiva*.

Pela nova redação do artigo 1, §1º da Lei de Arbitragem: “A Administração Pública direta e indireta poderá utilizar-se da arbitragem para dirimir conflitos relativos a direitos patrimoniais disponíveis.” Desde antes da modificação legislativa trazida pela Lei n.

¹³⁷ No original: “The parties shall, in the first instance, attempt to resolve any dispute arising under this Application by means of direct negotiation between the parties involved. If, notwithstanding negotiation between the parties hereunder, any dispute or controversy arising under this Agreement remains unsolved, such dispute or controversy shall be exclusively and finally settled by arbitration (“Arbitration”). In resolving any dispute or controversy, the arbitrators shall observe the Arbitration Rules of the International Chamber of Commerce (the “Rules”), then in force. [...] The Arbitration shall be held in the city of Paris, France. The official language in the arbitration shall be English. The parties shall equally share the Arbitration costs and expenses, except that each party shall be responsible for the payment of its own legal costs and fees.”

¹³⁸ Código de Processo Civil 2015. “Art. 63. As partes podem modificar a competência em razão do valor e do território, elegendo foro onde será proposta ação oriunda de direitos e obrigações.”. Dispositivo equivalente existiu no Código de Processo Civil de 1973: “Art. 111. A competência em razão da matéria e da hierarquia é inderrogável por convenção das partes; mas estas podem modificar a competência em razão do valor e do território, elegendo foro onde serão propostas as ações oriundas de direitos e obrigações.”

¹³⁹ Nessa seara, por muito tempo a discussão se concentrou na *capacidade* da administração pública para celebrar negócios de arbitragem. A sentença parcial proferida pelo tribunal *ad hoc* – composto por Claude Reymond (Presidente), Karl-Heinz Böckstiegel e Michel Franchimont – na disputa entre *E. Benteler et al.* (Requerentes) e o Reino da Bélgica (Requerido), em 1983, é exemplificativa da discussão sobre a validade de convenção de arbitragem concluída por ente público (*Benteler et al. v Belgian State, Award, 18 Nov 1983. Journal of International Arbitration*, v. 1, n. 2, pp. 183-190, 1984).

13.129/2015, no entanto, doutrina, jurisprudência¹⁴⁰ e diplomas legislativos específicos¹⁴¹ já contemplavam a possibilidade de a Administração Pública se valer da arbitragem para dirimir controvérsias relativas a direitos patrimoniais disponíveis.

Se, por um lado, a controvérsia em torno da *arbitrabilidade subjetiva* (capacidade da Administração Pública celebrar negócio jurídico de arbitragem) arrefeceu, o mesmo não se pode dizer da controvérsia em torno da *arbitrabilidade objetiva*. A lei só autoriza que sejam dirimidos por arbitragem os conflitos que versam sobre direitos disponíveis. Consequentemente, importa saber quais litígios envolvendo a Administração Pública versam sobre direitos disponíveis.

Dentre os critérios que podem ser empregados para identificar a disponibilidade do direito, o mais utilizado, pela doutrina e pela jurisprudência, é o que classifica o interesse público da Administração em *primário* e *secundário*¹⁴². Na lição de Giacomuzzi, essa classificação é “atribuída à doutrina do italiano Renato Alessi, segundo a qual só o interesse primário seria o interesse público ‘propriamente dito’, indisponível, enquanto que o secundário seria o interesse patrimonial da Administração, supostamente disponível”¹⁴³. O entendimento do STJ é nesse mesmo sentido:

ADMINISTRATIVO. IMPROBIDADE ADMINISTRATIVA. CONTRATAÇÃO DIRETA DE EMPRESA ORGANIZADORA DE CONCURSO PÚBLICO, COM FUNDAMENTO NO ART. 24, II, DA LEI DE LICITAÇÕES. VALOR DO CONTRATO ADMINISTRATIVO INFERIOR A R\$ 8.000,00 (OITO MIL REAIS). RECEBIMENTO PELA EMPRESA CONTRATADA DAS TAXAS DE INSCRIÇÃO DO CONCURSO, EM MONTANTE SUPERIOR AO

¹⁴⁰ Nesse sentido: “PROCESSO CIVIL. RECURSO ESPECIAL. LICITAÇÃO. ARBITRAGEM. VINCULAÇÃO AO EDITAL. CLÁUSULA DE FORO. COMPROMISSO ARBITRAL. EQUILÍBRIO ECONÔMICO FINANCEIRO DO CONTRATO. POSSIBILIDADE. (...) 5. Tanto a doutrina como a jurisprudência já sinalizaram no sentido de que não existe óbice legal na estipulação da arbitragem pelo poder público, notadamente pelas sociedades de economia mista, admitindo como válidas as cláusulas compromissórias previstas em editais convocatórios de licitação e contratos.” BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 904.813-PR**. Terceira Turma. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Acórdão de 20 out. 2011.

¹⁴¹ Por exemplo, a Lei n. 11.079/04 (Lei das PPPs), em seu artigo 11, inciso III, previu a arbitragem como mecanismo para resolução de disputas no âmbito de parcerias público-privadas.

¹⁴² “A distinção entre interesses primários e secundários é essencial para a identificação das demandas que podem ser submetidas à arbitragem pela Administração Pública. Inúmeras são as situações em que o Estado contrata, através de certame licitatório, de forma meramente instrumental e, portanto, adequada ao instituto da arbitragem, como, por exemplo, em litígio relativo ao pleito de reequilíbrio econômico-financeiro de contrato celebrado para construção da Linha Amarela do metrô de São Paulo”. (MARTINS, André Chateaubriand. “Arbitragem e Administração Pública”. In CAHALI, Francisco José; RODOVALHO, Thiago; FREIRE, Alexandre (Org.). **Arbitragem: estudos sobre a Lei n. 13.129, de 26-5-2015**. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 75).

¹⁴³ GIACOMUZZI, José. Uma Breve Genealogia do Interesse Público. In: WALD, Arnaldo; JUSTEN FILHO, Marçal; PEREIRA, Cesar (org.). **O Direito Administrativo na Atualidade - Estudos em Homenagem a Hely Lopes Meirelles**. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 635-664.

PERMISSIVO DA LEI DE LICITAÇÕES. NECESSIDADE DE PRÉVIO PROCEDIMENTO LICITATÓRIO. [...] 3. **É imprescindível ponderar, também, a distinção entre interesse público primário e secundário. Este é meramente o interesse patrimonial da administração pública, que deve ser tutelado, mas não sobrepujando o interesse público primário, que é a razão de ser do Estado e sintetiza-se na promoção do bem-estar social.**¹⁴⁴

Em síntese, se o interesse público manifestado no ato da Administração for *primário*, as disposições a ele referentes não são passíveis de arbitragem; se *secundário*, de conteúdo patrimonial, são passíveis de serem objeto de arbitragem.¹⁴⁵ No caso da contratação das agências de *rating*, não se discute que há interesse público tutelado – a própria Secretaria do Tesouro Nacional a isso fez referência, na manifestação juntada ao processo administrativo para justificar a inexigibilidade de contratação (“Não atende ao interesse público a contratação de qualquer instituição, mas apenas das agências Standard & Poor’s, Moody’s, e Fitch Ratings...”). Importa saber a sua classificação.

A classificação desse interesse público como secundário – e, portanto, disponível – decorre do fato de que qualquer matéria objeto de relação contratual de natureza bilateral, com recíprocas prestações patrimoniais (no caso, de um contrato de prestação de serviço), é disponível por sua própria definição. Se assim não fosse, não poderia ser objeto de um contrato comutativo, resultante de acordo de vontade.

Em síntese, há interesse público, conforme declarado pela própria Administração Pública, na contratação de classificação de risco. Como se trata de interesse público secundário, eventuais conflitos podem ser dirimidos pela via arbitral, caso o contrato preveja a cláusula compromissória.

¹⁴⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.356.260-SC**. Segunda Turma. Relator: Ministro Humberto Martins. Acórdão de 07 fev. 2013.

¹⁴⁵ “Assim, é evidente que quando se afirma que a arbitragem se presta a dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis, isso não significa não possa, a Administração, socorrer-se dessa via visando ao mesmo fim. Pois não há qualquer correlação entre disponibilidade ou indisponibilidade de direitos patrimoniais e disponibilidade ou indisponibilidade de interesse público. Dispor de direitos patrimoniais é transferi-los a terceiros. Disponíveis são os direitos patrimoniais que podem ser alienados” GRAU, Eros Roberto. Arbitragem e contrato administrativo. **Revista da Faculdade de Direito da UFRGS**, v. 21, 2002, p. 147.

CONCLUSÃO

Essa primeira investigação sobre o *rating* soberano, a peculiar situação em que o Estado – o Leviatã, na metáfora mais duradoura da Ciência Política – é escrutinado, *avaliado*, por uma agência de classificação de risco, permite as seguintes conclusões.

Primeiro, o *rating* é produto do empreendimento humano por racionalizar e quantificar a incerteza. Por depender de conhecimento existente e ser inerentemente subjetivo, o *rating* não é uma *descrição* do mundo – também ele veicula uma *concepção* de mundo.

Segundo, o uso regulatório do *rating* (seja para regulação prudencial, que não ocorre no Brasil, mas é comum em outras jurisdições, seja para identificação e classificação de ativos) está no epicentro da importância que agências de *rating* adquiriram para o mercado financeiro – bem como do papel que desempenharam na crise de 2007. Essa ordem das coisas, desenhada em âmbito multilateral pelo Comitê da Basileia, dá sinais de transformação por meio das iniciativas do G20 (Financial Stability Board), que repercutem na esfera doméstica.

Terceiro, o *rating* soberano, no espaço de cem anos, adquiriu importância tal para captação de crédito que ele hoje determina a existência do Estado no mercado de capitais. Os acessórios que o acompanham – grau de investimento, prêmio de risco e efeito do teto soberano – determinam quanto acesso a crédito um Estado e seus nacionais terão, e com qual custo.

Quarto, os contratos para classificação de crédito soberano são marcados por uma peculiaridade de origem. Apesar de serem contratos administrativos, são celebrados mediante contratação direta por inexigibilidade de licitação (exceção à regra geral de licitação) e são contratos de adesão no qual a Administração Pública é a parte aderente.

Quinto, as agências de *rating* se aproveitam de uma arquitetura normativa que lhes permite praticamente evadir à responsabilização civil. No plano da responsabilidade contratual (contrato com o emissor, como é o Brasil) faz-se uso de cláusulas de limitação de responsabilidade. No plano extracontratual, sua responsabilidade é subjetiva, à semelhança da do auditor.

Sexto, a crise financeira de 2007 deflagrou mudanças no quadro normativo da responsabilidade civil extracontratual das agências de *rating*, em especial na União Europeia. Pelas novas regras, o pressuposto da responsabilidade da agência é a violação, com dolo ou culpa grave, de um dever de conduta específico imposto por lei. A única decisão em que se condenou uma agência a indenizar investidores, dada pela Corte Federal da Austrália, adotou fundamentação nesse mesmo sentido. A agência não tem a obrigação de estar certa quanto ao *rating*, mas no processo de emissão do *rating* tem de adotar conduta compatível com seus deveres de diligência, cuidado, lealdade e transparência.

Sétimo, quanto à solução de controvérsias, no caso de o contrato ter cláusula compromissória, a resolução de disputas pela via arbitral é possível, por se tratar de direito disponível (interesse público secundário, patrimonial).

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA eleva Brasil a grau de investimento; Bovespa dispara 6,3%. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 30 abr. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/04/397374-agencia-eleva-brasil-a-grau-de-investimento-bovespa-dispara-63.shtml>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de. **Contratos: conceito, fontes, formação**. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2013. v. 1.

ARRAES, Virgilio. **Doutrina Drago**. Disponível em: <<http://cpdoc.fgv.br/sites/default/files/verbetes/primeira-republica/DOUTRINA%20DRAGO.pdf>>. Acesso em: 26 dez. 2017.

AUSTRÁLIA. Federal Court of Australia. **ABN AMRO Bank NV v Bathurst Regional Council [2014] FCAFC 65 (6 June 2014)**. Appeal from Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200. Judges: Jacobson, Gilmour e Gordon JJ. 6 jun. 2014.

AUSTRÁLIA. Federal Court of Australia. **Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200**. Applicant: Bathurst Regional Council. Respondents: Local Government Financial Services Pty Ltd; ABN Amro Bank; McGraw-Hill International (UK) Ltd; American Home Assurance Company. Judge: Jagot J. 5 nov. 2012.

BAKER, James C. **The Bank for International Settlements: evolution and evaluation**. Westport: Quorum Books, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Coremec cria grupo de trabalho para rever o uso regulatório de ratings no Brasil**, 13 dez. 2010. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/textonoticia.asp?codigo=2844&idpai=NOTICIAS>>. Acesso em: 5 dez. 2017.

BANDEIRA, Luiz Octávio Villela de Viana. **As cláusulas de não indenizar no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2016.

BENTELER et al. v Belgian State, Award, 18 Nov 1983. **Journal of International Arbitration**, v. 1, n. 2, pp. 183-190, 1984.

BIS. **Basel Committee membership**. Disponível em: <<https://www.bis.org/bcbs/membership.htm>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

BIS. **BIS member central banks**. Disponível em: <https://www.bis.org/about/member_cb.htm?m=1%7C2%7C601>. Acesso em: 5 dez. 2017.

BORENSZTEIN, Eduardo; VALENZUELA, Patricio; COWAN, Kevin. Sovereign Ceilings “Lite”? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies. **IMF Working Paper No. 07/75**, 1 abril 2007. Disponível em: <<http://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Sovereign-Ceilings-Lite-The>>

Impact-of-Sovereign-Ratings-on-Corporate-Ratings-in-Emerging-20615>. Acesso em: 10 dez. 2017.

BOSLEY, Catherine; SPECIALE, Alessandro. Welcome to the Elite Private Club of the World's Central Bankers. **Bloomberg**, New York, 30 nov. 2017. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-11-30/welcome-to-the-elite-private-club-of-the-world-s-central-bankers>>. Acesso em: 5 dez. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n. RJ 2005/1443**. Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcílio de Souza. Julgamento em 10 de maio de 2006. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2017.

BRASIL. **Decreto n. 5.685**, de 25 de janeiro de 2006. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Decreto/D5685.htm#art2§5>. Acesso em: 5 dez. 2017.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 904.813-PR**. Terceira Turma. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Acórdão de 20 out. 2011.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.356.260-SC**. Segunda Turma. Relator: Ministro Humberto Martins. Acórdão de 07 fev. 2013.

BRASIL. Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional. **Parecer PGFN/CJU/COJLC n. 2337/2012**. Contratação de serviços de avaliação de risco de títulos brasileiros (*rating*) da agência Fitch Ratings Ltd. Inexigibilidade de licitação. Contrato de adesão. Exame de legalidade. Assinado por Vitor Junqueira Vaz (Procurador da Fazenda Nacional), 13 nov. 2012; Fabiano de Figueirêdo Araujo (Coordenador Jurídico de Licitações e Contratos), 14 nov. 2012; Ricardo Soriano de Alencar (Procurador-Geral Adjunto de Consultoria Administrativa).

CARRUTHERS, Bruce G. From uncertainty toward risk: the case of credit ratings. **Socio-Economic Review**, Oxford, v. 11, n. 3, p. 525-551, jul. 2013.

CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de responsabilidade civil**. 12. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2015.

COREMEC. **Deliberação n. 14**, 1 dez. 2010. Disponível em: <<http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/deliberacoes/coremec/deliberacao-coremec-no-14-de-1o-de-dezembro-de-2010.pdf/view>>. Acesso em: 5 dez. 2017.

COREMEC. **Levantamento do uso regulatório de classificação de risco no Brasil**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/COREMEC-Levantamento-class_risco_BR.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2017.

CVM. **COREMEC aprova relatório com propostas de eliminação ou mitigação do uso regulatório da classificação de risco**, 12 jul. 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2012/20120712-1.html>>. Acesso em 5 dez. 2017.

CVM. **Audiência Pública SDM 16/11.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1611.html>. Acesso em: 5 dez. 2017.

CVM. **Financial Stability Board – FSB.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes/fsb.html>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

CVM. Instrução n. 521, de 25 de abril de 2012. **CVM.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst521.html>>. Acesso em: 5 dez. 2017.

DIAS, José de Aguiar. **Cláusula de não-indenizar:** chamada cláusula de irresponsabilidade. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1976.

DINIZ, Tiago; AMARAL, Hudson; FERREIRA, Bruno. Avaliação do risco soberano: o impacto de variáveis econômicas, políticas e sociais. **Economia Global e Gestão**, Lisboa, v. 17, n. 3, p. 9-31, 2012, p. 12.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito administrativo.** 28. ed. São Paulo: Atlas, 2015

DONATI, Antígono; PUTZOLU, Giovanna Volpe. **Manuale di diritto delle assicurazioni.** 8. ed. aggiornata. Milano: A. Giuffrè, 2006.

DULLES, John Foster. Our Foreign Loan Policy. **Foreign Affairs**, outubro 1926. Disponível em: <<https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/1926-10-01/our-foreign-loan-policy>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

FERNANDES, Wanderley. **Cláusulas de exoneração e de limitação de responsabilidade.** São Paulo: Saraiva, 2013.

FITCH mantém nota do Brasil em grau especulativo, com perspectiva negativa. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 10 nov. 2017, Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/11/1934408-fitch-mantem-nota-do-brasil-em-grau-especulativo-com-perspectiva-negativa.shtml>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

FLANDREAU, Marc. Caveat Emptor: Coping with Sovereign Risk Under the International Gold Standard, 1871-1913. In: FLANDREAU, Marc; HOLTFRERICH, Carl-Ludwig; JAMES, Harold (eds.). **International Financial History in the Twentieth Century: System and Anarchy.** Cambridge: Cambridge University Press, 2002. p. 17-50.

FSB. **Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms – 3rd Annual Report.** Disponível em: <<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P030717-2.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

FSB. **Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings.** Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101027.pdf?page_moved=1>. Acesso em: 15 dez. 2017.

FSB. **Roadmap and workshop for reducing reliance on CRA ratings – FSB report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors**. Disponível em: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_121105b.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2017.

G20. **G20 Leaders Declaration – 2012 Los Cabos Summit**. Disponível em? <<http://www.g20.utoronto.ca/2012/2012-0619-loscabos.html>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

GAILLARD, Norbert. **A Century of Sovereign Ratings**. Washington: Springer Science+Business Media, 2012.

GALLO, Giovanna. Classificação de crédito (rating). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 42, p. 182-195, out-dez 2008.

GASPERONI, Nicola. Contratto di assicurazione (in generale). In: AZARA, Antonio; EULA, Ernesto (Dir.). **Novissimo digesto italiano**. 3. ed. Torino: UTET, 1974. v. 4.

GIACOMUZZI, José. Uma Breve Genealogia do Interesse Público. In: WALD, Arnoldo; JUSTEN FILHO, Marçal; PEREIRA, Cesar (org.). **O Direito Administrativo na Atualidade - Estudos em Homenagem a Hely Lopes Meirelles**. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 635-664.

GOMES, Orlando. **Obrigações**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1978. [v. 2].

GOODHART, Charles. **The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

GRAU, Eros Roberto. Arbitragem e contrato administrativo. **Revista da Faculdade de Direito da UFRGS**, v. 21, 2002, p. 147.

HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers**. São Paulo: Almedina, 2014.

HERZ, M.; HOFFMANN, A. R. **Organizações Internacionais: história e práticas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

HIRST, Scott. Including Credit Ratings in Registration Statements. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation**, 19 ago. 2010. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2010/08/19/including-credit-ratings-in-registration-statements/>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

HOGAN, Michael J. **The Marshall Plan: America, Britain and the Reconstruction of Western Europe, 1947-1952**. Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

HUHNE, Christopher. Rating sovereign risk. **Financial Stability Review**, London, n. 1, autumn 1996, p. 31-38.

JUSTEN FILHO, Marçal. **Comentários à lei de licitações e contratos administrativos**. 11. ed. São Paulo: Dialética, 2005.

KRUCK, Andreas. **Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance**. London: Palgrave Macmillan, 2011.

LANGLEY, Paul. (Re)politicizing global finance governance: what's 'new' about the 'New International Financial Architecture'?. **Global Networks**, v. 4, n. 1, p. 69-87, 2004.

MARTINS, André Chateaubriand. "Arbitragem e Administração Pública". In CAHALI, Francisco José; RODOVALHO, Thiago; FREIRE, Alexandre (Org.). **Arbitragem: estudos sobre a Lei n. 13.129, de 26-5-2015**. São Paulo: Saraiva, 2016.

MICHELON JUNIOR, Cláudio Fortunato. **Direito restitutivo**: enriquecimento sem causa, pagamento indevido, gestão de negócios. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. (Biblioteca de direito civil: estudos em homenagem ao Professor Miguel Reale, v. 8).

MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. 30. ed. atual. por Eurico de Andrade Azevedo, Délcio Balestero Aleixo e José Emmanuel Burle Filho. São Paulo: Malheiros, 2005.

MEIRELLES, Hely Lopes. **Licitação e contrato administrativo**: de acordo com as Leis nos. 8.666, de 21.6.93, e 8.883, de 8.6.94. 11. ed. atual. por Eurico de Andrade Azevedo e Célia Marisa Mendes. São Paulo: Malheiros, 1996.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**: parte geral. Atualizado por Marcos Bernardes de Mello [e] Marcos Ehrhardt Jr. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. 3. (Coleção Tratado de Direito Privado).

MONTEIRO, António Pinto. **Cláusulas limitativas e de exclusão de responsabilidade civil**. Coimbra: Almedina, 2003.

MORANDI, Juan Carlos. **Estudios de derecho de seguros**. Buenos Aires: Pannedille, 1971.

MUIR-WATT, Horatia. Private International Law Beyond the Schism. **Transnational Legal Theory**, v. 2, n. 3, p. 347–427, 2011

NOGUEIRA, Rodrigo de Souza. **Risco Soberano**: Regulação das Agências de Classificação de Risco e Governança Democrática. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2011.

NOHARA, Irene Patrícia. Contratação direta. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). **Tratado de direito administrativo**: licitação e contratos administrativos. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. v. 6.

PACCES, Alessio; ROMANO, Alessandro. A Strict Liability Regime for Rating Agencies. **American Business Law Journal**, v. 52, n. 4, p. 673-720, Winter 2015, p. 681.

PARTNOY, Frank. The Paradox of Credit Ratings. In: LEVICH, Richard; MAJNONI, Giovanni; REINHART, Carmen (eds.). **Ratings, rating agencies and the global financial system**. New York: Springer Science + Business Media New York, 2002. p. 65-84. (New York University Salomon Center series on financial markets and institutions, v. 9).

PINTO, Gustavo Mathias Alves. **Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2015.

PRATA, Ana. **Cláusulas de exclusão e limitação da responsabilidade contratual: regime geral**. Coimbra: Almedina, 2005.

RATHA, Dilip; DE, Prabal; MOHAPATRA, Sanket. Shadow Sovereign Ratings for Unrated Developing Countries. **World Development**, v. 39, n. 3, p. 295-307, março 2011.

RIBEIRO, Alex. Sem reforma, S&P deve cortar rating brasileiro. **Valor Econômico**, São Paulo, 04 dez 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/5216299/sem-reforma-sp-deve-cortar-rating-brasileiro> ou as ferramentas oferecidas na página>. Acesso em: 10 dez. 2017.

RIBEIRO, Ana Paula. Moody's vai aguardar evolução do cenário político para decidir nota de crédito do Brasil. **O Globo**, Rio de Janeiro, 21 nov. 2017. Disponível em <<https://oglobo.globo.com/economia/moodys-vai-aguardar-evolucao-do-cenario-politico-para-decidir-nota-de-credito-do-brasil-22092757#ixzz50Jgms9o7>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz; MAMEDE, Gladston; ROCHA, Maria Vital da (Coord.). **Responsabilidade civil contemporânea: em homenagem a Sílvio de Salvo Venosa**. São Paulo: Atlas, 2011.

SAHORE, Aarushi. ABN Amro Bank NV v Bathurst Regional Council: Credit Rating Agencies and Liability to Investors. **Sidney Law Review**, v. 37, n. 3, p. 437-455, 2015.

SILLA, Richard. A Historical Primer on the Business of Credit Rating. In: LEVICH, Richard; MAJNONI, Giovanni; REINHART, Carmen (eds.). **Ratings, rating agencies and the global financial system**. New York: Springer Science + Business Media New York, 2002. p. 19-40. (New York University Salomon Center series on financial markets and institutions, v. 9).

SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony. Introduction. In: SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony (eds.). **Risk**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 1-16. (The Darwin College Lectures, v. 24).

SPIEGELHALTER, David. Quantifying uncertainty. In: SKINNS, Layla; SCOTT, Michael; COX, Tony. **Risk**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 17-33. (The Darwin College Lectures, v. 24).

STANDARD AND POOR'S. **Audiência Pública SDM n. 16/11 – Regulation proposal on credit rating agencies' activity**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2011/sdm1611-manifestacaoSP_23-02-2012.pdf>. Acesso em 5 dez. 2017.

STANDARD AND POOR'S. **Comunicado à Imprensa – Ratings de várias entidades brasileiras colocados em CreditWatch negativo após ação similar no rating soberano**, 23 de maio de 2017. Disponível em: <https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?jsessionId=599B3B26F825D97D1466B14FA35DAF40?articleId=1855887&type=NEWS&subType=RATING_ACTION>. Acesso em: 10 dez. 2017.

STANDARD AND POOR'S. **First Sovereign Credit Ratings Assigned Under New UNDP Initiative for Africa**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/site/devsa2004/30400859.pdf>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

STUART, Ana Maria. **O bloqueio da Venezuela em 1902**: suas implicações nas relações internacionais da época, com especial atenção às posições do Brasil e da Argentina. São Paulo: Editora UNESP, 2011.

TENNANT, David; TRACEY, Marlon. **Sovereign Debt and Credit Rating Bias**. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2016.

TERRÉ, François; SIMLER, Philippe; LEQUETTE, Yves. **Droit civil**: les obligations. 10e éd. Paris: Dalloz, 2009.

TOMAZELLI, Idiana; TURTELLI, Camila. S&P alerta para rebaixamento do País se reforma da Previdência for adiada. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 13 out. 2017. Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,sep-alerta-para-rebaixamento-do-pais-se-reforma-da-previdencia-for-adiada,70002041747>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n. 462/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho**, 21 de maio de 2013. Disponível em: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013R0462&from=EN>>. Acesso em: 20 dez. 2017.

UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n. 513/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho**, 11 de maio de 2011. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2011.145.01.0030.01.POR&toc=OJ:L:2011:145:TOC>. Acesso em: 20 dez. 2017.

UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) n. 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho**, 16 de setembro de 2009. Disponível em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=uriserv:OJ.L_.2009.302.01.0001.01.ENG>. Acesso em: 20 dez. 2017.

UNITED NATIONS. UN development official calls for expanding credit ratings in Africa to boost investment. **UN News Centre**, 24 fev. 2004. Disponível em: <<http://www.un.org/apps/news/story.asp?NewsID=9895&Cr=UNDP&Cr1=Africa>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

UNITED STATES. 2012 Investment Climate Statement – Mali. **U.S. Department of State**. Disponível: <<https://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/2012/191193.htm>>. Acesso em: 10 dez. 2017.

VASQUEZ, Ian. The Brady Plan and market-based solutions to debt crises. **Cato Journal**, v. 16, n. 2, 1996, p. 233-243. Disponível em: <https://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1996/11/cj16n2-4.pdf>. Acesso em: 26 dez. 2017.

VIVANTE, Cesar. **Del contrato de seguro**. Buenos Aires: Ediar, 1952. v. 1.