

A NOTAÇÃO DE RISCO DA DÍVIDA SOBERANA: O EXERCÍCIO PRIVADO DE UM SERVIÇO DE INTERESSE PÚBLICO¹

*Sofia Brito da Silva*²

ABSTRACT: The financial crisis in which we live in has increased the levels of doubts in the capacity of the States to ensure their financial commitments. Thus, this dissertation will address the problematic of sovereign credit ratings. That said, we will analyze the extreme reliance and dependence in the activity of credit risk and their impacts on the financing capacity of the States. In addition, the recognition of the existence of a clear public interest and the identification of several market failures require a more strict regulation of the rating agencies. Therefore, we will introduce the new European legal framework in this regard and discuss the possibility of creation a new public entity responsible for sovereign credit ratings.

SUMÁRIO: Introdução. Parte I – A notação da dívida soberana pensada como um serviço de interesse público. 1. Desconstrução da problemática. 2. A configuração do serviço de interesse público. I. A (in)dependência dos Estados face às notações da dívida pública. 1. Origem e fundamentos da notação da dívida soberana. 2. Repercussões e impactos da actividade de notação financeira. II. Reflexos do interesse público na função das agências de notação de risco. 1. O combate à assimetria de informação. 2. O fornecimento de um bem público. 3. O exercício de funções regulatórias. 4. A notação da dívida soberana – um serviço de interesse público? Parte II – A (des)regulação do mercado das agências de notação de risco. I. O mercado de notação financeira. 1. Desmistificação das agências de notação de risco. 2. Falhas de mercado. 2.1 Oligopólio. 2.2 Práticas de concertação. 2.3 Abuso de posição dominante. 2.4 Conflitos de interesse. 3. A fuga à responsabilidade civil. II. A regulação das agências de notação de risco. 1. A regulação a nível internacional. 2. A resposta europeia. 2.1 O Regulamento (CE) n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009. 2.2 O Regulamento (UE) n.º 513/2011, de 11 de maio de 2011. 2.3 O Regulamento (UE) n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013. 3. Propostas de solução. 4. Conclusões.

1 O presente artigo corresponde, com pontuais alterações, à dissertação apresentada na Faculdade de Direito da Universidade do Porto, no âmbito do Mestrado em Jurídico-Económicas, em dezembro de 2013.

2 Email: asofiabritodasilva@gmail.com.

INTRODUÇÃO

Volvido um século desde a primeira notação de dívida soberana³ urge repensar, no quadro atual da política económico-financeira internacional, quais os propósitos da sua existência. Porque se procede, afinal, à avaliação do risco de incumprimento das obrigações assumidas por um Estado?

Uma relação em particular prende a nossa atenção: a que se estabelece entre as agências de notação de risco⁴ e os Estados. Reflexo do eterno confronto entre o poder financeiro e o poder político, onde não raras vezes o primeiro impera sobre o segundo, designadamente pela forma como o condiciona e vincula.

A ascensão deste poder financeiro – alegadamente, na origem da mais recente crise da dívida soberana na Europa – desperta a nossa curiosidade e lança-nos um desafio: o de saber se a capacidade de proceder à notação da dívida soberana pode estar exclusivamente confiada a privados. Mas, mais do que isso, o de saber se a avaliação do risco soberano não pode mesmo ser configurada como um serviço de *interesse público*.

Por não se tratar de um mero exercício de retórica, começamos por analisar de que forma a excessiva dependência relativamente às notações de risco consubstancia uma ameaça à independência e à autonomia do poder político soberano. Em seguida, exploramos a origem e os fundamentos que presidem à notação da dívida pública, descrevendo, ainda, quais os efeitos provocados por esta atividade.

Por sua vez, munidos das premissas necessárias que nos permitem refletir sobre a natureza das funções da notação de risco, colocamos em evidência os inúmeros apontamentos que traduzem o carácter público subjacente à presente atividade, quer pelo exercício de funções regulatórias, quer pela qualidade de bem público de que se reveste a informação divulgada para os mercados. Visto isto, debruçamo-nos sobre o particular interesse público associado à notação da dívida soberana, demonstrando porque não podem, nem devem, ser os mercados⁵ a ditar a *sobrevivência financeira* dos Estados.

Por seu turno, a constatação de que a parcialidade do julgamento qualitativo das agências de notação de risco tem vindo a prevalecer sobre a mera avaliação

3 Com data anterior à 1.ª Guerra Mundial – vd. *infra* “Origem e Fundamentos da Notação da Dívida Soberana”, Ponto 1 da Parte I, p. 14.

4 Pessoas coletivas cuja atividade inclui a emissão de notações de risco a título profissional – cfr. alínea b) do n.º 1 do artigo 3.º do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco.

5 Através dos quais são negociados os recursos financeiros – vd. Samuelson & Nordhaus, 1993: 858.

dos indicadores económicos⁶ transporta-nos para o estudo do mercado de notação financeira. Procedemos, assim, à identificação de diversas falhas de mercado que vêm adensar a necessidade de regulação. O reconhecimento dos *vícios* de que enferma este setor de mercado vem interpelar o Direito para acautelar preventivamente a estabilidade dos mercados, a proteção dos investidores mas, sobretudo, a proteção dos próprios Estados.

Em face de tal interpelação, iniciamos um olhar sobre o estado atual da regulação internacional e europeia, focando as regras que visam dar resposta aos problemas que se prendem com a notação das dívidas soberanas e com as distorções do respetivo mercado.

A desconstrução desta problemática parte do reconhecimento de que o interesse público subjacente à notação das dívidas soberanas reclama por uma resposta jurídica que vá além da própria regulação, considerando o risco de se continuar a confiar ao *totalitarismo* dos mercados financeiros o rumo da política económica dos Estados e a satisfação das necessidades dos seus cidadãos.

A importância da resposta a estas questões prende-se, por isso, com a imperiosa necessidade de assegurar a imparcialidade, a qualidade e a isenção da informação publicada relativamente ao crédito dos emitentes e, em especial, quanto às obrigações soberanas. Pretende-se, deste modo, em face da manifesta suficiência (ou não) da capacidade dos privados para proceder à notação das dívidas públicas, mesmo sob o alcance da “mão visível dos Estados”⁷ – a regulação –, colocar em equação a criação de um novo organismo público (quicá até de cariz mundial) que proceda à notação das dívidas soberanas.

6 Giovanni Ferri *apud* Feio & Carneiro, 2012: 108.

7 Moreira & Marques, 2008: 1.

PARTE I
A NOTAÇÃO DA DÍVIDA SOBERANA PENSADA
COMO UM SERVIÇO DE INTERESSE PÚBLICO

1. DESCONSTRUÇÃO DA PROBLEMÁTICA

A notação de risco da dívida soberana é um parecer relativo à qualidade de crédito de um Estado ou de uma dívida ou obrigação financeira, título de dívida ou outro instrumento financeiro, cujo emitente seja um Estado⁸. Nesta medida, consubstancia uma classificação quanto ao risco de incumprimento das obrigações assumidas por um Estado⁹, baseada na avaliação da capacidade e vontade para proceder ao pagamento das obrigações colocadas no mercado financeiro¹⁰.

Como se verá, a possibilidade de notar entidades públicas coloca um novo desafio à autonomia governativa dos Estados, na medida em que se confia *perigosamente*, em exclusivo, a entidades privadas – as agências de notação de risco¹¹ – a determinação da capacidade de financiamento e recuperação económica dos Estados.

A este respeito, suscitamos a questão de saber de que forma a atividade de notação de risco e, em particular, da notação da dívida soberana, assume contornos semelhantes aos de um serviço de interesse público¹². Isto é, em que medida é que estas entidades privadas ao notarem as dívidas soberanas desempenhando, assim, funções que satisfazem interesses da coletividade¹³, não deveriam, como tal, encontrar-se juridicamente vinculadas à prossecução do interesse público, e não, como hoje acontece, de interesses privados inerentes à sua natureza. Vejamos.

8 Cfr. alíneas a) e v) do n.º 1 do art. 3.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de maio de 2009, relativo às agências de notação de risco, com as alterações introduzidas pelo Regulamento n.º 426/2013, de 21 de maio de 2013.

9 Alexandre e Diniz, 2011: 124.

10 Bhatia, 2002: 4.

11 Para uma melhor compreensão do respetivo conceito e atividade ver *infra* Ponto 1 da Parte II – “Desmistificação das Agências de Notação de Risco”.

12 Neste sentido, veja-se Gaillard 2012: 47.

13 Vd. anotação ao n.º 1 do art. 266.º da Constituição da República Portuguesa (Canotilho & Moreira, 2010: 796).

2. A CONFIGURAÇÃO DO SERVIÇO DE INTERESSE PÚBLICO

A concretização da problemática em crise obriga a uma revisão prévia dos conceitos jurídicos de “serviço público” e “serviço de interesse geral”, enquanto mecanismos aptos a prover a satisfação do interesse público¹⁴. Este último, entendido como “medida de vinculação da actividade administrativa [...] que exige que os titulares de órgãos, funcionários ou agentes da administração pública exerçam as suas competências e desempenhem as suas atribuições para a satisfação dos interesses da coletividade (do ‘povo’, dos ‘cidadãos’) e não para a satisfação de interesses privados ou interesses das apócrifas máquinas burocráticas públicas”¹⁵.

Ora, uma breve incursão ao conceito de “serviço público” remete-nos, desde logo, para a “ideia legitimante” do poder do Estado, colocado ao serviço dos cidadãos. Léon Duguit¹⁶ é o responsável por esta visão inicial do serviço público enquanto fundamento do poder. Já, o seu contemporâneo, Maurice Hauriou, definia-o – nas palavras de Marcello Caetano (1980: 1067 a 1069) – “como serviço técnico prestado ao público de maneira regular e contínua para satisfazer a ordem pública e por uma organização pública”.

Sabemos que a reunião de certas características, em algumas atividades, faz com que se encontrem sujeitas a um regime jurídico de direito administrativo. É precisamente sobre o cariz da atividade desenvolvida que recai a tónica do serviço público, entendido em sentido material ou objetivo¹⁷. Isto é, enquanto atividade de interesse geral que, muito embora não integre a orgânica do Estado, procede à satisfação de necessidades básicas dos cidadãos¹⁸. Afasta-se, portanto, a ideia de serviço público necessariamente visado por entidades públicas estaduais. Visão reforçada pela crise do Estado Providência e pela emergência do Estado Regulador.

O abandono da conceção clássica do serviço público, entendido sob a dependência e titularidade do Estado, conferiu espaço de manobra para a

14 “Expressão pouco usada, de resto, na Constituição da República (cfr. também art. 269º-1), mas que tem equivalentes noutras, como ‘interesse geral’ (cfr. arts. 52º-1, 65º-2/c e 81º/f), ‘interesse colectivo’ (cfr. art. 47º-1), ‘utilidade pública’, etc.” (Canotilho e Moreira, 2010: 795 e 796).

15 In Canotilho e Moreira, 2010: 796.

16 Para o qual “(...) tout act des gouvernants est sans valeur quand il poursuit un but autre qu’un but de service public” apud Gonçalves, 1999: 28.

17 Silva, 2008: 211.

18 Gonçalves, 1999: 29, 30 e 33.

ascensão da tipificação comunitária dos “*serviços de interesse geral*”¹⁹. Apesar de pouco utilizados na legislação portuguesa são, como o próprio nome indica, atividades que “*satisfazem necessidades básicas dos cidadãos, quer estas sejam de natureza económica, social ou cultural*”²⁰. Encontram-se, por força disso, sujeitas a obrigações específicas de serviço público.

Note-se, contudo, que tais serviços não colhem previsão expressa na legislação comunitária. Ao invés, derivam do conceito de “*serviços de interesse económico geral*”, utilizado nos artigos 14.º e 106.º/2 do TFUE. Estes últimos, cingem-se à satisfação de necessidades económicas dos cidadãos, igualmente sujeitos a obrigações de serviço público.

A este respeito, Vital Moreira (2004: 550) coloca a questão de saber “(...) até que ponto os serviços públicos e os serviços de interesse económico geral são uma e a mesma coisa”. Para o efeito, importa atentar no n.º 2 do artigo 106.º do TFUE, através do qual se prevê que “*as empresas encarregadas da gestão de serviços de interesse económico geral ou que tenham a natureza de monopólio fiscal ficam submetidas ao disposto nos Tratados, designadamente às regras de concorrência*”. A sujeição às regras da concorrência implicou a *mercadorização*²¹ do serviço público, entendido na aceção francesa como estando fora do mercado. Esta transposição para o direito europeu acarretou, assim, um alargamento do conceito de serviço público. “*Trata-se essencialmente da nova versão dos tradicionais “serviços públicos”, mediante os quais os poderes públicos (Estado e municípios) garantiam a todos os cidadãos um núcleo de serviços essenciais à vida, como água, energia, transportes coletivos, telecomunicações, etc.*”^{22,23}. No entendimento deste prestigiado constitucionalista, o serviço público tradicional passa a consubstanciar uma das modalidades de que se podem revestir os serviços de interesse económico geral²⁴.

19 Observe-se, no entanto, que o TFUE apenas faz referência aos “*serviços de interesse económico geral*” – vd. artigos 14.º e 106.º/2 do TFUE.

20 Gouveia, 2001: 22.

21 *Ibidem*, 2001: 551.

22 Moreira & Marques, 2008: 63.

23 Atualmente, os serviços de abastecimento de água e recolha e tratamento de resíduos sólidos continuam a estar vedados ao setor privado, exceto mediante concessão – cfr. Lei n.º 88-A/97, de 25 de julho, recentemente alterada pela Lei n.º 35/2013, de 11 de junho.

24 Moreira, 2004: 551.

Feita esta revisão geral, encontramos-nos aptos a proceder à transposição destes conceitos para a atividade de notação de risco, de modo a responder negativa ou afirmativamente à problemática em questão.

I. A (in)dependência dos Estados face às notações da dívida pública

Sabemos que a globalização e a liberalização do mercado financeiro vieram permitir o alargamento das fontes de captação de investimento por parte dos Estados. Mas, sabemos também, que com isso viria a exposição pública ao julgamento da qualidade do crédito contraído pelos investidores. Com efeito, as decisões de investimento e financiamento passaram a estar na dependência da emissão de notações por parte de algumas (poucas) agências de notação de risco.

A reputação conquistada por estas agências granjeou-lhes um excesso de confiança tal, que se transmutaram mesmo em fatores de regulação dos próprios mercados. Como? Através da atribuição por parte dos reguladores e legisladores de efeitos automáticos às notações de risco emitidas pelas agências²⁵. Veja-se o exemplo da determinação da adequação dos fundos próprios das instituições financeiras confiada a estas entidades privadas, por meio da prestação de serviços em *outsourcing* aos entes reguladores²⁶. Ou, ainda, a utilização das notações de risco em inúmeros contratos, como referencial para a seleção de investimentos com determinados níveis mínimos de qualidade²⁷ ou para o reembolso antecipado dos empréstimos contratualizados.

A introdução das notações de risco como critério regulador gerou, assim, uma dependência suscetível de originar – nas palavras de Moredo Santos (2010: 492) – “*uma atitude acrítica dos investidores face aos riscos em que poderão ver-se envolvidos*”. Fenómeno a que a literatura se tem vindo a referir como *overreliance* ou excesso de confiança.

O expoente máximo do que vem dito ganha relevo nas repercussões implacáveis causadas pelo *downgrade*²⁸ das notações das dívidas soberanas de alguns países da Europa. O efeito dominó desencadeado pelo corte destas notações alastrou-se, contaminando a estabilidade financeira de vários países europeus. Os mercados agitaram-se e as taxas de juro não pararam de aumentar. Tal

25 Feio & Carneiro, 2012: 51 e 103.

26 Alexandre & Diniz, 2011a: 149.

27 Alexandre & Diniz, 2011b: 44.

28 Cortes na avaliação dos títulos da dívida soberana.

situação é consequência direta e imediata da avaliação dos títulos das dívidas soberanas por parte das agências de notação de risco, que “(...) *reemergem hoje com um poder imenso sobre o risco de crédito da Dívida Pública Soberana*”²⁹.

Na verdade, o que se verificou foi que o acesso ao crédito internacional passou a estar *refém* da emissão de *opiniões* por parte das agências de notações de risco. Opiniões estas cuja qualidade não se encontrou assegurada desde o início.

A busca pela obtenção de financiamento externo levou, por isso, a que os Estados se sujeitassem à “*permanente auditoria*” destas agências, colocando-se numa posição extremamente frágil e vulnerável³⁰. A política passou de proativa a reativa³¹, moldando-se em função da avaliação externa dos indicadores macroeconómicos apresentados pelos Estados. Em alguns casos, a revisão em baixa de uma notação soberana conduziu mesmo à inversão das políticas anteriormente em curso³².

Começaram a emergir “(...) *indícios da crescente perda de soberania estadual representando, as agências de notação de risco, um claro exemplo desta constatação*”³³. A dependência a que temos vindo a fazer referência questiona, por isso, a tradicional posição de superioridade característica do poder público³⁴, condicionando-a cada vez mais à autoridade dos mercados³⁵.

Facilmente se compreende que a colocação de títulos da dívida nos mercados importe a consequente notação dos mesmos, por forma a adquirir a credibilidade e confiança necessárias junto dos investidores. Mas poderão e deverão os Estados continuar a submeter-se à conformação das suas políticas económicas tendo por base o sentido das notações emitidas por agentes privados?

29 Vidal Santos, 2011: 138.

30 Graça, 2012: 19.

31 A este respeito, Graça (2012: 18 e 19) refere-se ao risco de os Estados começarem “(...) *a actuar não de acordo com os seus interesses mas sim num limbo expectante pelo qual as decisões que adoptam não se venham a traduzir num downgrade por parte das agências de notação de risco*”.

32 “(...) *É de referir que na avaliação do risco de incumprimento dos Estados no âmbito da dívida pública emitida, as sociedades de notação de risco formulam juízos, adiantam sugestões ou apresentam avaliações sobre o contexto macroeconómico ou a condução da política orçamental que têm impacto importante na conformação das políticas económicas.*” (Câmara, 2011: 297).

33 Graça, 2012: 3 e 4.

34 A este respeito, Sabino Cassese fala de uma “*mudança de paradigma dos Estados*” – *apud* Graça, 2012: 3 e 4.

35 “*Por um paradoxo bizarro, mercados que nunca atingem o óptimo económico tornam-se em contrapartida, os garantes do interesse geral face àqueles que pretendem encarná-lo, pois pensam tirar a sua legitimidade de dois soberanos absolutos, o sufrágio universal e a opinião pública.*” (Minc, 1995: 190 e 191).

A questão não se colocaria se a qualidade do processo de avaliação das dívidas soberanas estivesse plenamente assegurada e garantisse a imparcialidade, a transparência e o rigor que lhe é exigido. Ao invés, surge numa altura em que as preocupações europeias nesta matéria continuam a ser publicamente assumidas: “O processo de notação de risco da dívida soberana não é suficientemente objetivo, integral nem transparente, o que, juntamente com uma dependência excessiva relativamente a essas notações, tem como resultado efeitos de “precipício” e de contágio associados às alterações das notações de risco da dívida soberana”³⁶.

Considere-se o caso de Portugal, no contexto da crise da dívida soberana. O dia 5 de julho de 2011 é marcado pela notícia do *downgrade* da avaliação dos títulos da dívida portuguesa. Remetia-se para o grau de “*não investimento*” – vulgarmente conhecido por “*lixo*”³⁷ – a notação financeira especulativa dos nossos títulos, numa altura em que se convergiam esforços para o cumprimento do Memorando de Entendimento da Troika e se desenhavam importantes reformas estruturais. Este exemplo permite destacar a forma como uma notação de risco condiciona determinadamente a capacidade de financiamento de um Estado. Prevaleceu o entendimento de que seria maior o risco de incumprimento (mesmo perante a adoção de políticas governativas de combate ao endividamento público) do que a aposta na retoma económica. Resultado: as taxas de juro relativas à dívida pública portuguesa aumentaram significativamente, alimentando ainda mais a instabilidade financeira e a pressão sobre os governantes, fruto da diminuição da capacidade de financiamento de Portugal.

Será necessário melhor exemplo do que este para traduzir o fenómeno da perigosa dependência dos Estados em face das notações de risco das dívidas soberanas? Certamente que não.

1. Origem e fundamentos da notação da dívida soberana

Para uma melhor compreensão da análise *supra* descrita importa observar, em traços gerais, a origem e a evolução da avaliação da qualidade do crédito dos Estados.

36 Cfr. “Resultado da consulta das partes interessadas e avaliação de impacto” da Proposta de Regulamento que altera o Regulamento n.º 1060/2009, p. 4.

37 Categoria Ba2, conforme se pode ver em Feio & Carneiro, 2012: 19 e 46.

A história da notação da dívida soberana começa por volta de 1919³⁸, embora a emissão do primeiro *rating* soberano tenha data anterior à Primeira Guerra Mundial³⁹.

Uma década depois, a Grande Depressão conduzia a uma onda generalizada de redução dos *ratings* soberanos. Na verdade, entre os anos de 1931 e 1933⁴⁰, metade dos Estados notados – “cerca de 50 governos estaduais e locais nos Estados Unidos”⁴¹ e 21 governos nacionais, entre os quais, 11 situados na Europa⁴² – com empréstimos no mercado nova-iorquino, viram o seu risco de incumprimento aumentar. Seguiram-se 264 *downgrades* de títulos da dívida, cuja maioria apresentava à data da eclosão da Grande Depressão notações equivalentes a “AA”⁴³. Uma análise de GEORGE HEMPEL⁴⁴ indica mesmo que entre estas notações apenas 10% mantiveram o grau de investimento inicial correspondente a “AA” nos anos seguintes. Começavam a sentir-se os primeiros ecos da incapacidade das agências para antecipar uma crise – estávamos nós ainda na 1.^a metade do século XX.

Seguia-se a 2.^a Guerra Mundial e com ela a suspensão generalizada das notações soberanas⁴⁵. Já, em 1963, a introdução do imposto de equalização de juros⁴⁶ nos EUA veio determinar o afastamento da atividade financeira internacional dos mercados norte-americanos até 1974, altura em que este imposto foi abolido.

A década de 1980-1990 viria escrever um novo capítulo da história da notação dos Estados com o exponencial crescimento dos *ratings* soberanos. A crescente liberalização do mercado de capitais e a consequente procura de financiamento estadual nas praças externas pelos países industrializados

38 Feio & Carneiro, 2012: 48.

39 Bhatia, 2002: 5.

40 Gaillard, 2012: 19.

41 Diogo & Carneiro, 2012: 48.

42 Bhatia, 2002: 5.

43 Classificação correspondente ao segundo grau de risco mais baixo, indicando uma capacidade muito forte para cumprir os compromissos financeiros – cfr. sítio da Companhia Portuguesa de Rating, disponível em: www.cprating.pt.

44 *Apud* Feio & Carneiro, 2012: 48.

45 À exceção das notações do Canadá, EUA e repúblicas da América do Sul.

46 “*Interest Equalization Tax*” (IET) equivalente à aplicação de um imposto de 15% sobre os juros resultantes de títulos detidos no estrangeiro (Bhatia, 2002: 5).

tornou o acesso ao crédito internacional mais apelativo, em comparação com o recurso a grandes empréstimos públicos. Por via disso, o número de Estados notados passou de 12 em 1981, para 31 em 1991; e de 87 em 2001, para 126 em 2011⁴⁷. Um dos principais contributos para este acentuado crescimento foi a obrigação legal de notação da dívida como pressuposto de acesso à praça financeira norte-americana e ao crédito internacional.

A breve incursão à história da notação das dívidas soberanas não nos esclarece, contudo, sobre quais os propósitos que a notação visa cumprir, nem quais as razões que motivaram a sua crescente procura por parte dos Estados. Motivo pelo qual serão, agora, objeto de consideração.

Fundamentos

Antes de mais, cumpre aqui recuperar o conceito de notação da dívida soberana já previamente introduzido. Reportávamo-nos, atrás, ao juízo expresso numa escala de notas que visa traduzir a sustentabilidade da dívida do Estado. Tal conceito não se confunde, no entanto, com outro de conteúdo bastante idêntico: o de “risco-país”⁴⁸. Este último, visa aferir o impacto das políticas económicas implementadas pelos governos sobre o setor empresarial, acabando por interferir e incorporar o *rating* das empresas emitentes.

A desconstrução do conceito *sub judice* suscita a questão de saber se o objeto desta notação de risco se centra no próprio Estado, enquanto emitente⁴⁹, ou apenas nas respetivas emissões, enquanto títulos de dívida. Inclina-se o entendimento maioritário para a posição de que esta notação visa tão-somente o próprio Estado, na qualidade de emitente⁵⁰.

Por outro lado, quanto à iniciativa da emissão da notação, importa frisar que nem sempre estas emissões são precedidas de um impulso contratual por parte da entidade notada. Distinguem-se, assim, as notações de risco solicitadas das não solicitadas. Nestas últimas, são as próprias agências de notação

47 Gaillard, 2012: 10.

48 Bone, 2006: 49. No mesmo sentido, refere Alexandre (2011a: 153), que o risco país “é habitualmente utilizado para referir o risco de interferência de um Estado na atividade desenvolvida pelas entidades sujeitas à sua jurisdição”.

49 Isto é, enquanto entidade jurídica que procede à emissão de valores mobiliários, na aceção da alínea h) do n.º 1 do art. 2.º da Diretiva 2003/71/CE aplicável “ex vi” alínea s) do n.º 1 do art. 3.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de maio de 2009, alterado pelo Regulamento n.º 426/2013, de 21 de maio, de 2013.

50 Veja-se a remissão feita para o entendimento da Standard & Poor’s por Alexandre & Diniz, 2011a: 13.

de risco que realizam a notação sem qualquer pedido anterior, socorrendo-se da informação pública existente sobre aquela entidade⁵¹.

Isto posto, resta saber em que pressupostos assenta esta avaliação. Na verdade, as particularidades inerentes ao próprio Estado obrigam a que seja respeitada uma metodologia totalmente distinta da utilizada em relação aos *ratings* empresariais, a começar pelos critérios que a suportam. Entre as variáveis do processo de avaliação do *rating* soberano distinguem-se, por isso, dois tipos de fatores: os qualitativos e os quantitativos. Entre os primeiros – tendo por base o “*risco-político*”⁵² de um país – compreendem-se, designadamente, as seguintes variáveis: a estabilidade e legitimidade das instituições políticas, a participação popular nos processos políticos, a probidade da sucessão das lideranças, a transparência nas decisões e objetivos da política económica e o risco geopolítico. Já, entre os segundos, constam diversos indicadores baseados no desempenho económico e financeiro de um país, como sejam: a estrutura económica e perspectivas de crescimento económico, a flexibilidade fiscal, o endividamento do governo soberano, a estabilidade monetária e a liquidez e dívida externas⁵³.

Note-se que o processo de avaliação das dívidas soberanas tanto pode assentar em informação de carácter público, como em informação cedida pelos próprios Estados. Tal facto condiciona determinadamente a análise de risco em causa, uma vez que reduz ou aumenta a classificação de um Estado, consoante o grau de informação disponibilizada pelo emitente. Mas porque se procede, então, à notação de risco da dívida soberana?

Conforme veremos, as agências de notação de risco representam, enquanto intermediárias dos agentes económico-financeiros, um fator-chave no processo da decisão de investimento. Existe mesmo quem compare esta atividade a uma função *transformadora*⁵⁴, por converter numa escala de notas globalmente compreendida e aceite pelos investidores, todo um conjunto de informação

51 Neste caso, a elaboração de uma notação de risco não solicitada pode pressionar a entidade notada com um *rating* desfavorável a contratar os serviços das agências para evitar a publicação de tal notação, servindo como “*ameaça psicológica*” (Moredo Santos, 2010: 554).

52 Ou seja, “*a disposição do governo em pagar as suas dívidas e de zelar pela estabilidade política interna*” (Bone, 2006: 52). Um bom exemplo disso, foi a alteração do *outlook* do *rating* da dívida portuguesa de estável para negativo, pela agência de notação de risco *Standard & Poors*, aquando das demissões de Vítor Gaspar e Paulo Portas.

53 Partindo da análise feita por Bone, 2006: 52.

54 Moredo Santos (2010: 475), que nos remete para o Basel Committee on Banking Supervision, a propósito da ideia de função transformadora.

relativa a emitentes e emissões, suscetível de tornar o mercado mais transparente e menos assimétrico.

É neste contexto que, através da requisição dos serviços de notação financeira, os Estados pretendem divulgar para os mercados um “referencial de risco para efeitos de análise da rentabilidade de investimentos a realizar pelos investidores”⁵⁵, com vista à captação de novos recursos. Ao aumentar o leque de informação disponível sobre o emitente público para os potenciais investidores, o *rating* soberano permite, por isso, facilitar o acesso à obtenção de financiamento externo, reduzindo o risco do crédito investido⁵⁶. Pelo que, são os Estados os primeiros beneficiários do recurso à notação, por darem a conhecer aos investidores – através de uma opinião que se deseja imparcial e fidedigna – quais as condições e capacidade de que dispõem para o cumprimento das respetivas obrigações. É este fator que os habilita a poder negociar condições mais favoráveis de investimento, designadamente, a obtenção de taxas de juro mais baixas.

Apesar disso, a notação da dívida soberana “acaba por ter reflexos mais amplos, ao poder influenciar, em maior ou menor grau, a notação de risco de instituições de crédito e de outras empresas nacionais”⁵⁷. Com efeito, as agências tendem a não atribuir aos emitentes internos *ratings* superiores ao do respetivo Estado. É o vulgarmente chamado *sovereign ceiling* ou *country ceiling*⁵⁸.

No entanto, importa não esquecer o movimento paralelo que conduziu à gradual “institucionalização” da notação da dívida soberana. A este respeito, é curioso observar que as agências de notação de risco se afirmam hoje como uma espécie de “autoridade pública”⁵⁹ sem que tivessem sido alvo de qualquer privatização⁶⁰. Ao invés, surgiram espontaneamente como uma autoridade privada, à qual foi sendo progressivamente atribuída força pública, seja pela

55 Alexandre & Diniz, 2011a: 152.

56 Bruner & Abdelal (2005: 191 e 193), afirmam a este respeito que “*no sovereign government would dare to issue debt without being rated by one or both of the agencies. In fact, many sovereign governments have, without any intention of issuing debt, sought a rating as a signal of transparency and orthodoxy to the market and other governments*”.

57 Câmara, 2011: 297.

58 Cantor & Packer *apud* Moredo Santos, 2010: 487.

59 A este propósito, Bruner & Abdelal (2005: 208) referem o seguinte: “*Public authority has not been privatized. Indeed, it is just the reverse: Private authority that emerged spontaneously, and which previously had no public counterpart, has been given public standing through laws and codes*”.

60 Pela transferência da sua propriedade do setor público para o setor privado (Gouveia, 2001: 12).

inclusão das notações em contratos, seja em regulamentos e diplomas legislativos⁶¹. Lançavam-se as bases para a criação de uma dependência excessiva em torno destas “opiniões”⁶².

CBruner & Abdelal (2005: 191 e 193) referem a este propósito o seguinte: “(...) *‘private’ authority of the rating agencies is not so private after all. Governments have both valorized and codified their authority. Indeed, governments define the market for ratings and help to determine their influence*”. Na realidade, o que se verificou foi uma demissão da função reguladora sobre os mercados financeiros, por parte dos Estados, com a inerente concessão de um papel “quase regulador”⁶³ às agências de notação de risco. Porquê “quase-regulador”?

Ao percorrer setores como o setor bancário, o dos seguros, o dos fundos e empresas de investimento, entre outros, conseguimos vislumbrar um traço comum: todos eles dependem de notações independentes emanadas por agências de notação. Com efeito, o exemplo norte-americano inaugurou a via para a instrumentalização das notações. Senão vejamos.

Em 1975, uma das suas entidades reguladoras – a *Securities and Exchange Commission* (SEC) – decidiu recorrer a notações de risco enquanto medida de aferição dos capitais próprios das corretoras⁶⁴. Já antes disso, as autoridades americanas de regulação financeira tinham decidido delegar a sua capacidade de avaliação da qualidade de títulos de dívida às agências de notação⁶⁵. O que se observou a nível europeu foi semelhante. Assim, em 2006, no âmbito do setor bancário, o Acordo de Basileia II (posteriormente incorporado na legislação europeia, através da publicação das Diretivas 2006/48/CE e 2006/49/CE, de 14 de junho de 2006, conhecidas por *Credit Requirements Directives*) veio “(...) *enfatizar a importância das notações de crédito dadas pelas Agências de Notação, ao conferir-lhes um efeito automático na contabilização dos requisitos de*

61 Neste sentido, Moncada (2012: 266): “Não obstante, a posição das agências quanto à notação do crédito é vista em diversos países europeus como requisito obrigatório da bondade do critério de solvabilidade do capital bancário. É o próprio legislador que lhes dá tamanha relevância.”

62 “Atualmente, os mercados, os investidores, os emitentes, os Estados, as legislações e os contratos privados acabam, de uma forma ou de outra, por atribuir efeitos automáticos às notações e às suas variações.” (Feio & Carneiro, 2012: 103).

63 Gaillard, 2012: 13.

64 Feio & Carneiro, 2012: 73 ss.

65 Designadamente no período da Grande Depressão de 1929, de forma a encorajar os bancos a investir em obrigações de qualidade suficiente, impedindo mesmo investimentos em obrigações sem a classificação de “*investment grade*” (Petitjean, 2012: 4).

*capital no sector bancário*⁶⁶. Mais, o próprio Banco Central Europeu (BCE) veio incorporar entre uma das suas fontes, no quadro dos requisitos de capital das instituições bancárias e dos Estados na zona euro, notações externas atribuídas pelas *External Credit Assessment Institutions* (ECAI)⁶⁷. Significa isto que, as notações de risco consubstanciam uma das metodologias utilizadas para aferir da qualidade de crédito dos ativos susceptíveis de serem elegíveis nas operações de política monetária, entre os quais se incluem os títulos das dívidas públicas detidos pelas instituições financeiras⁶⁸.

Constata-se, assim, que o peso que lhes foi sendo atribuído foi de uma grandeza tal, que atualmente são as próprias agências a vir peticionar a redução das referências legislativas *supra* discriminadas, “(...) *fazendo notar que com isso os governos se apropriaram dos ratings, transformando-os num instrumento de regulação financeira, papel que nunca foi o seu*”⁶⁹.

2. *Repercussões e impactos da atividade de notação financeira*

A projeção dos efeitos resultantes da atividade de notação de risco foi, sem qualquer margem para dúvidas, diretamente proporcional à dimensão do papel contraído pelas agências de notação de risco no funcionamento do sistema financeiro internacional. Reflexamente, também as notações das dívidas soberanas atingiram proporções idênticas.

Apesar de representarem, *ab initio*, um insofismável contributo para a redução dos custos de financiamento dos Estados e alargamento das fontes de captação de recursos, o certo é que um inesperado *downgrade* do *rating* de um Estado, pode ferir gravemente a capacidade de acesso aos mercados, acarretando o seu afastamento temporário. Basta pensar que ao configurarem um primordial elemento de confiança na decisão dos investidores, a quebra imprevisível e acentuada da avaliação de um Estado, implica por si só a retração dos investidores potencialmente interessados, conhecido o risco de incumprimento.

66 Feio & Carneiro, 2012: 74.

67 Avaliações de crédito realizadas por Agências de Notação Externa reconhecidas para o efeito. Nos termos do art. 81.º da Diretiva 2006/48/CE de 14 de junho de 2006, estas agências são reconhecidas pelas autoridades competentes dos respetivos Estados Membros. Em Portugal, o reconhecimento dessas ECAI compete ao Banco de Portugal – cfr. art. 12.º do DL n.º 104/2007, de 3 de abril, que transpõe para a ordem jurídica interna a Diretiva n.º 2006/48/CE. Note-se, ainda, que este procedimento de reconhecimento não foi substituído pela obrigação de registo das ANR introduzida pelo Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009 *infra* analisado – vd. considerando 44 do indicado Regulamento.

68 Para mais desenvolvimentos nesta matéria, veja-se Alexandre & Diniz, 2011b: 33 ss.

69 Thomas McGuire *apud* Feio & Carneiro, 2012: 79.

mento inerente àquele crédito. Consequentemente, os custos de financiamento imprimidos nas taxas de juro passam para um patamar substancialmente mais elevado. Conforme refere SY⁷⁰ “*downgrades abruptos podem aumentar o custo de emissão de dívida e tornar bastante difícil o acesso dos emitentes ao mercado, pressionando a sua capacidade para honrar os compromissos financeiros*”. Acresce que, paralelamente, os mercados não só perdem liquidez – fruto da corrida em massa à venda de obrigações da dívida soberana – como saem fortemente prejudicadas as instituições de crédito que beneficiavam da garantia do Estado⁷¹.

Esta sobreposição de impactos negativos remete-nos para o efeito procíclico das notações, ou seja, para a suscetibilidade de fazer catapultar as consequências negativas em alturas de crise e impulsionar o investimento em alturas de maior prosperidade⁷². Acontece que os efeitos negativos provocados pela redução de uma notação soberana não se circunscrevem ao Estado que viu o *rating* drasticamente diminuído⁷³. “*Pelo contrário, essa informação tem um efeito sistémico na estabilidade financeira de outros países e mercados financeiros*”⁷⁴. A crise da dívida soberana na UE, teimosamente instalada desde finais de 2009, reflete bem o que vem dito. Basta pensar no caso da notação da dívida pública grega e sua propagação em relação às restantes dívidas europeias⁷⁵. Apesar de as agências americanas terem resistido a uma revisão em baixa da sua notação da dívida pública, após o conhecimento da “*operação de maquilhagem*” das contas públicas da Grécia aquando da sua entrada na zona euro, as dificuldades de financiamento que entretanto se vieram a revelar durante o ano de 2010 impuseram o *downgrade* da respetiva notação. De imediato, um sentimento de desconfiança assombrou os países da moeda única europeia, como Portugal, Irlanda, Espanha e Itália.

70 Amadou N. R. *apud* Alexandre & Diniz, 2011b: 12.

71 Gaillard, 2012: 24.

72 “(...) em certas circunstâncias, especialmente quando há pânico nos mercados, as notações também podem prejudicar os indicadores económicos, o que pode agravar a espiral descendente de uma crise económica” – veja-se, neste sentido, Ferri & Kaminski *apud* Feio & Carneiro, 2012: 108 e 109.

73 “*Rating agencies have the power to destabilize whole national economies, municipal governments, major corporations*”, Saskia Sassen *apud* Schwarcz, 2002: 2.

74 Alexandre & Diniz, 2011b: 23.

75 Observem-se, ainda, os exemplos do *downgrade* dos *ratings* da Islândia, da Roménia e dos países bálticos e consequentes repercussões sobre os mercados de acionistas austríacos e alemães – cfr. Alexandre & Diniz, 2011b: 24 e 25.

Esta situação encontra-se diretamente relacionada com o efeito sistémico desta atividade, com repercussões diretas e imediatas a nível da estabilidade financeira mundial. Afigura-se impossível evitar que o cômputo de externalidades negativas *supra* referidas não transponha limites geográficos, desequilibrando a mais remota entidade económica que se encontre dependente dos mercados. Não deixa, por isso, de ser curioso verificar que o mesmo “efeito de contágio” não se estende aos *upgrades*⁷⁶.

A presente abordagem tenciona ajudar a compreender a imperiosa necessidade de colmatar os efeitos nefastos provocados pelas agências⁷⁷. Mas, mais do que isso, pretende alertar para o facto de ter de se confiar esta função a uma entidade de cariz público. Isto porque, tal “*como escreve Paul Krugman, as avaliações distorcidas levadas a cabo pelas agências de notação de risco fizeram o sistema financeiro assumir mais riscos do que podia administrar com segurança*”⁷⁸.

II. Reflexos do interesse público na função das agências de notação de risco

A expressão global da atividade de notação de risco no quadro do sistema financeiro obriga a uma reflexão quanto à natureza das suas funções. Afinal de contas, será esta uma atividade de índole totalmente privada?

A este respeito, são vários os apontamentos ao longo da literatura dedicada ao estudo das agências de notação de risco que nos remetem para o interesse público subjacente à sua atividade. Apesar disso, são poucos os autores que se concentram em torno desta ideia, limitando-se tão-somente a deixar escapar, aqui e ali, breves considerações. Talvez por isso se questione a pertinência desta análise.

Pretende-se, sobretudo, repensar a atividade de notação de risco como sendo uma atividade económica de manifesto interesse público, pelo combate a falhas de mercado e pelo exercício de funções regulatórias. E, por via disso, explicar a imperiosa necessidade de intervenção da “*mão visível*” do Estado.

Mais ainda, pretende-se dar resposta à problemática *supra* inaugurada relativamente à equação da atividade da notação da dívida soberana como um serviço de interesse público.

76 Arezki & Sy *apud* Alexandre & Diniz, 2011b: 24.

77 “*Tais comportamentos têm passado, de certa forma, incólumes, não obstante a reforma legal*” (Vidal Santos, 2011: 158).

78 *Apud* Vidal Santos, 2011: 158.

1. O combate à assimetria de informação

Ao suprirem as deficiências de informação existentes entre emitentes e investidores através da emissão de *ratings*, as agências de notação de risco desempenham um importante papel no combate à assimetria de informação existente entre os vários intervenientes económicos.

Com efeito, a avaliação do risco de crédito exige conhecimentos técnicos, específicos e detalhados, na sua maioria inacessíveis ao fator capital. Assim, ao notarem a qualidade dos créditos, estas entidades privadas, não só auxiliam a perceção do binómio risco-rendibilidade das escolhas de investimento, comparando com maior confiança as alternativas existentes no mercado, como também, permitem acompanhar a evolução do risco de crédito através das notações publicadas.

Por outro lado, o combate à assimetria de informação impede o exercício de eventuais comportamentos “*oportunistas*” por parte dos emitentes, em aproveitamento da falta de informação detida pelos investidores.

Importa realçar que a assimetria de informação representa em si mesma uma conhecida falha de mercado, cujo combate se encontra tradicionalmente a cargo da intervenção pública estadual, através da regulação. Ao emergirem como um importante elemento no combate à assimetria de informação existente nos mercados, tornando pública a qualidade dos créditos em que se pretende investir, as agências transformaram-se, por isso, em *gatekeepers*⁷⁹ da atividade financeira.

É neste contexto, e tendo em atenção a quantidade de informação veiculada para os mercados através das notações, que o Comité Europeu de Regulação de Seguros (CERS) afirma existir um claro interesse público na divulgação das notações⁸⁰. Com efeito, ao esclarecerem os investidores, tentando atenuar os desequilíbrios de informação, as agências estão a colmatar, na realidade, duas falhas de mercado⁸¹: quer a assimetria de informação, quer a ausência de informação financeira, que – como veremos em seguida – se traduz no fornecimento de um bem público.

79 Cujas noção está longe de ser estanque e consensual – vd. José Ferreira Gomes para o qual remete Moredo Santos, 2010: 473.

80 In The Committee of European Securities Regulators, 2008: 58.

81 Ver *infra* “Falhas de mercado” – Ponto 2 da Parte II, p. 32.

2. O fornecimento de um bem público

Se dúvidas não se levantam quanto à redução da assimetria de informação provocada pelas agências, o mesmo não acontece quanto ao seu entendimento como bem público. Isto é, como atividade económica cujos benefícios são de tal forma difundidos pela população que nenhuma empresa tem um incentivo económico para os fornecer, acabando por ter de ser o Estado a assumir a obrigação de os prestar⁸².

No entanto, “(...) *there is a growing realization that credit ratings bear the characteristics of a public good. Financial market participants need reliable, transparent and independent assessment of creditworthiness of issuing parties. Credit ratings are therefore better viewed as an infrastructure matter, much like roads, air traffic control and the public education system*”⁸³. A problemática em apreço exige, por isso, a adequada revisão das características que incorporam a noção de bens públicos, nomeadamente, a “*não-rivalidade*”, a “*não-exclusão*” e a “*não-rejeitabilidade*”⁸⁴, de modo a sufragar tal entendimento.

Vejamos: quanto à característica da “*não rivalidade*”, o facto de uma empresa ou um particular retirar utilidade da informação publicada não implica a respetiva diminuição da informação existente. Por outro lado, a “*não exclusão*” das notações compreende-se pela simples circunstância de não podermos impedir quem quer que seja de aceder à informação publicada. Aliás, a divulgação das notações coloca mesmo um problema de *free-riding*⁸⁵ – “*once it is released there is no way to prevent access to free riders*”⁸⁶. Na realidade, os investidores não estão dispostos a pagar pela emissão de *ratings*, enquanto os emitentes se mostrarem disponíveis para as continuar a pagar. Por sua vez, é precisamente o carácter público das notações que permite explicar a “*não rejeitabilidade*” dos seus benefícios.

No presente caso, importa esclarecer que o Estado não se vê obrigado a garantir a atividade de notação no âmbito dos mercados financeiros, pelo simples facto de existir um incentivo económico retirado pelas agências de *rating*, equivalente às taxas cobradas enquanto contraprestação dos seus

82 Samuelson & Nordhaus, 1993: 49.

83 Duana & Van Laereb, 2012: 3 e 4.

84 Vd. Tullock, 2005: 1.

85 Permite que outros sujeitos retirem proveito deste serviço sem terem que suportar os respetivos encargos.

86 Smith & Walter, 2001: 6 e 7.

serviços. O que não impede, contudo, que as notações de risco deixem de suportar as características de bem público.

Na verdade, um dos problemas que se tem vindo a colocar relaciona-se exatamente com as distorções que o referido incentivo económico (as taxas pagas pelos emitentes) têm vindo a provocar sobre a qualidade das notações publicadas. O modelo de pagamento surge presentemente como causa de inúmeros conflitos de interesse (abordados *infra*) responsáveis pela falta de rigor e transparência exigida às notações. Verifica-se, assim, que é a natureza de bem público inerente à informação financeira que permite explicar algumas das falhas ocorridas no interior da atividade de notação⁸⁷.

Acresce que, esta atividade pode mesmo ser equacionada na perspetiva de um “bem público global”, atento o fenómeno de globalização do mercado financeiro. Para esta reflexão, parte-se da premissa da estabilidade financeira como um bem público global e do papel das agências de notação de risco para a sua promoção.

Com efeito, ao potenciarem a maior informação dos agentes económicos, as agências de *rating* são responsáveis pela diminuição da instabilidade financeira, causada pela existência de falhas de mercado. De tal modo, que é atualmente inconcebível projetar o funcionamento do sistema financeiro sem a presença destas sociedades de notação de risco. A confiança dos investidores sairia fortemente abalada, com inevitáveis consequências para o fluxo das trocas de capitais. É neste prisma que o serviço das agências de notação de risco pode ser pensado como, pelo menos, próximo de um bem público global, reforçando a urgência de políticas de regulação que ultrapassem a esfera nacional e a intervenção do direito público internacional.

3. O exercício de funções regulatórias

A crescente confiança depositada nas avaliações de risco publicadas pelas agências de *rating*, reforçada pelo incremento das referências legislativas e contratuais em relação às notações, granjeou-lhes um papel “*epicêntrico e quase regulatório*”⁸⁸. Partnoy chega mesmo a descrevê-las como chaves que destrancam os mercados financeiros – “*keys that unlock the financial markets*”⁸⁹ – no sentido

87 “A “subscriber pays” model may be doomed to failure by the “public goods” nature of ratings”. – vd.Coffee Jr, 2010: 255.

88 Larosièrè Report, High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 2009: 19.

89 *Apud* Alexandre & Diniz, 2011a: 148.

de que podem ou não vedar o acesso aos diferentes intervenientes, designadamente, para a colocação de obrigações no mercado.

Ora, uma das causas que fundamenta a intervenção do Estado na economia, através da regulação, é a existência de falhas de mercado, entre elas, a assimetria de informação. Conforme vimos *supra*, as agências de notação de risco desempenham um papel crucial neste campo. Sucede que, neste caso, as agências de notação de risco nasceram espontaneamente como forma de resposta à assimetria de informação, sem que tivesse existido uma privatização⁹⁰ destas funções por parte dos Estados. Pelo contrário, o que se verificou foi precisamente o inverso: o que antes carecia de força pública passou a tê-la, pela incorporação dos *ratings* nas diversas legislações nacionais⁹¹. A assunção destas funções regulatórias remete-nos, assim, para a ideia do exercício privado de funções públicas por parte das agências de notação de risco⁹². Senão vejamos.

As agências de notação de risco deixaram de ser simples intermediários financeiros, para passarem a constituir requisitos legais e regulamentares de níveis capital dos bancos e instituições financeiras, impostos pelos Estados. Os efeitos automáticos atribuídos às notações (a que anteriormente fizemos referência) configuram uma das formas de regulação dos mercados financeiros, na medida em que constituem parâmetros necessários ao desempenho de determinada atividade. Exemplo disso é a própria legislação portuguesa que requer determinada notação de risco para a produção de certo efeito⁹³.

Em face do exposto, a regulação privada dos mercados apresenta-se como o exercício de uma função pública, tradicionalmente entendida como estando a cargo dos Estados⁹⁴. Exercer-se uma atividade de regulação económica, “*em que o interesse público é prosseguido mediante a edição, a implementação e a fiscalização*

90 De direito.

91 Bruner & Abdelal, 2005: 191.

92 “(...) *Rating agencies are members of the “new set of (largely, though not exclusively, private) intermediary strategic functions carried out by states in the recent past.” To this extent, they are representative of a growing trend toward private ordering of traditionally public functions*”- cfr. Schwarcz, 2002: 2 e 3.

93 Sobressaem, assim, normas como a alínea *b*) do n.º 1 do artigo 17.º, artigos 18.º e 20.º do Decreto-Lei n.º 59/2006, de 20 de março, quanto às obrigações hipotecárias e às instituições de crédito hipotecário; ou, ainda, como o artigo 80.º do Decreto-Lei n.º 104/2007 de 3 de abril (que transpõe a Diretiva2006/48/CE) quanto ao cálculo dos requisitos mínimos dos fundos próprios das instituições de crédito – vd. Alexandre & Diniz, 2011b: 26 e ss.

94 Nesta linha Schwarcz (2002: 3) “*ao defender que as sociedades de notação de risco são um exemplo que ilustra a crescente tendência de regulação privada de matérias tradicionalmente cometidas a entidades públicas.*” *apud* MoredoSantos 2010: 477.

*de regras destinadas a assegurar que a exploração, em ambiente liberalizado, de certos serviços de interesse geral ocorra no estrito respeito de condições e objetivos públicos (atividade administrativa de regulação)*⁹⁵. A este respeito, Luigi Pianesi (2011: 201) refere que a atividade de notação assume características de “*privatização*”⁹⁶ de uma função pública (remetendo-nos para o título da presente dissertação), na medida em que estabelece limites mínimos regulatórios de acesso a alguns mercados. Fala, por isso, de uma “*mutazione genética*” do parecer emitido pelas agências de notação, ao passarem a integrar um processo de certificação de determinadas entidades. É neste sentido que se comparam as notações de risco a “*licenças regulatórias*”⁹⁷.

4. *A notação da dívida soberana – um serviço de interesse público?*

Recuperadas as noções introduzidas *supra*⁹⁸, poder-se-á entender a atividade de notação da dívida soberana como a prestação de um serviço de interesse público? Vejamos se é este o caso das ANR ao procederem à avaliação da qualidade do crédito dos Estados.

Conforme já descrito, para que esta atividade se pudesse integrar na conceção clássica de serviço público, seria necessário que se encontrasse a cargo, direta ou indiretamente⁹⁹, de entidades públicas estaduais. Razão pela qual, se descarta a hipótese de eventual subsunção da atividade de notação da dívida soberana no tradicional conceito de serviço público.

No entanto, o alargamento do conceito de serviço público através da ascensão comunitária dos serviços de interesse económico geral permitiu que se configurasse a possibilidade de entidades privadas procederem à satisfação de necessidades básicas dos cidadãos, designadamente através da sujeição a “*obrigações de interesse geral*” ou “*obrigações de serviço público*”¹⁰⁰. Consideremos, então, se é este o caso das agências de notação de risco.

Apesar de se tratarem, aqui, de pessoas coletivas privadas, com um claro escopo lucrativo que – conforme pretendemos demonstrar – visam uma missão

95 Gonçalves, 2008: 546.

96 Muito embora saliente que não se enquadra nos padrões usuais de atribuição do exercício de funções públicas a privados.

97 Partnoy, 2009: 4.

98 Ponto 2 – “A configuração do serviço de interesse público”.

99 Neste último caso, mediante concessão.

100 Moreira, 2004.

de interesse geral, o certo é que a legislação europeia remete para o domínio das autoridades nacionais a definição destes serviços. Em estrito respeito, aliás, do princípio europeu da subsidiariedade¹⁰¹. O que, desde logo, se compreende pelo facto de as autoridades nacionais conhecerem substancialmente melhor as realidades dos respetivos Estados-membros por comparação às instituições europeias¹⁰². Sucede que, nenhum ordenamento jurídico nacional procedeu ao reconhecimento da atividade de notação como “serviço de interesse geral” – o que por si só parece constituir facto bastante para o afastamento da presente qualificação.

O que vem dito não impede, contudo, que se visualizem aqui certas obrigações impostas pela UE às agências de notação de risco, senão iguais, pelo menos próximas, das “*obrigações de serviço público*”. Na verdade, uma vez constatada a ausência ou insuficiência de enquadramento regulamentar destas agências num Estado-Membro e os efeitos negativos sobre estes agentes e sobre os mercados financeiros de toda a UE, as instituições europeias viram-se obrigadas a adotar disposições regulamentares sólidas, aplicáveis em toda a Europa, com vista à proteção dos mercados e dos seus investidores¹⁰³. Surgiram, assim, obrigações que “(...) *embora limitem a liberdade de negócio, são proporcionais aos objetivos definidos e têm em conta o texto regulamentar. Só se aplicam a um serviço de interesse público (as notações de risco podem ser usadas para fins regulamentares) prestado por determinadas instituições regulamentadas (agências de notação de risco) em determinadas condições (modelo do emitente-pagador) e, no caso de rotatividade, a título temporário*”¹⁰⁴. Conforme se pode observar, o excerto transcrito refere-se a um “*serviço de interesse público*”, considerado apenas na perspetiva da utilização das notações para fins regulamentares¹⁰⁵. Entendimento, este, já contemplado na análise do ponto anterior. Todavia, o que visamos, agora, é a avaliação da dívida soberana como tarefa de interesse público. E, já não, a notação dos restantes títulos financeiros.

101 Ao abrigo do artigo 5.º do TUE.

102 Silva, 2008: 224.

103 Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, relativo às agências de notação de risco – COM(2011) 747 final de 15.11.2011, p. 6

104 Proposta de Regulamento *supra* citada, p. 7.

105 Isto é, “*da utilização de notações de risco com o objetivo específico de cumprir disposições da legislação da União ou da legislação nacional dos Estados-Membros publicada em cumprimento de legislação da União*” – vd. alínea g) do n.º 1 do artigo 3.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009, com as alterações introduzidas pelo Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013.

Ora, apesar de a notação da dívida soberana não ser usada para fins regulamentares, vislumbramos, de igual modo, o estabelecimento de outras obrigações especificamente previstas em defesa dos Estados. Entre elas, compreendem-se as enumeradas na Secção D do Anexo I do Regulamento (CE) n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, alterado pelo Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013, tais como: a obrigação de indicar as fontes utilizadas na elaboração da notação de risco e a metodologia utilizada na sua determinação; e de informar as entidades notadas, com a antecedência de um dia útil completo relativamente à publicação da notação ou perspectiva de notação, da notação a emitir e das principais considerações que a fundamentam¹⁰⁶. Como se justifica, então, a imposição de tais obrigações?

O facto de a notação da dívida soberana constituir um pressuposto essencial do acesso aos mercados, sem a qual se revela extremamente difícil a manutenção da capacidade de financiamento externo dos Estados, fez com que a dependência em torno destas agências tivesse aumentado significativamente. De tal forma, que a revisão em baixa da notação da dívida pública pode mesmo impedir os Estados de conseguirem captar recursos internacionais, em virtude da quebra de confiança provocada junto dos investidores. Pense-se, agora, nos efeitos nefastos originados pela falta de capitais necessários à sustentabilidade dos países e nos seus primeiros destinatários: os cidadãos. A consideração do impacto indireto da variação da notação soberana sobre a população nacional deve implicar, por isso, o reconhecimento desta atividade como sendo de um claro interesse geral.

Desta forma, conclui-se no sentido de que, apesar de atualmente não poder ser juridicamente enquadrada no âmbito de um “*serviço público*” ou de um “*serviço de interesse económico geral*”, não pode ser ignorada a dimensão pública de que está imbuída. Exemplo disso, são as obrigações *supra* descritas, emanadas pelas instituições europeias, em prol da estabilidade financeira dos emitentes soberanos, sendo estas reflexo direto e imediato do papel central que cabe à administração na definição de interesse público¹⁰⁷.

106 Para mais desenvolvimentos nesta matéria ver *infra* “A Resposta Europeia”, Ponto 2 da Parte II, p. 46.

107 “O interesse público é posto e não pressuposto, cabendo à administração um papel central na sua definição.” –Canotilho &Moreira, 2010: 796.

PARTE II
A (DES)REGULAÇÃO DO MERCADO
DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO

I. O MERCADO DE NOTAÇÃO FINANCEIRA

“Credit risk analysis is an art, not a science. It is impossible to quantify all the elements one must consider in credit analysis.”¹⁰⁸

1. Desmistificação das Agências de Notação de Risco

Mas, afinal, quem são? O que fazem? Para que servem? Que responsabilidade lhes pode ser assacada no contexto económico-financeiro em que vivemos? Serão as agências de notação de risco meras portadoras de más notícias?

Como vimos, as agências de notação de risco são pessoas coletivas cuja atividade inclui a emissão de notações de risco a título profissional¹⁰⁹. Ou seja, pretendem avaliar a capacidade dos agentes económico-financeiros, públicos ou privados, para pagar as suas dívidas. Tal avaliação, baseada em notações de risco¹¹⁰, é utilizada por investidores, emitentes, bancos de investimento e governos, como *“informação viável e de qualidade”*, através da qual se tomam decisões de investimento e financiamento em pleno conhecimento de causa. A sua atividade atravessa a dinâmica do mercado financeiro de capitais, uma vez que fornecem dados relevantes para quem financia e para quem quer ser financiado, permitindo, não só, a análise do risco associado ao crédito garantido na hipótese de incumprimento, como também, um olhar dito independente sobre as capacidades de crédito dos emitentes e o valor dos instrumentos financeiros por si emitidos.

Impulsionadas pela expansão do mercado de capitais e pela crescente complexidade dos produtos financeiros, potenciaram a sua atuação enquanto

¹⁰⁸ E. Z. Emmer, Executive Managing Director of Standard & Poors apud Vidal Santos, 2011: 138.

¹⁰⁹ Cfr. alínea b) do n.º 1 do artigo 3.º do Regulamento n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco.

¹¹⁰ *“Parecer relativo à qualidade de crédito de uma entidade, de uma obrigação de dívida ou obrigação financeira, de títulos de dívida, de ações preferenciais ou outros instrumentos financeiros, ou do emitente de tais obrigações de dívida ou obrigações financeiras, títulos de dívida, ações preferenciais ou outros instrumentos financeiros, emitido através de um sistema de classificação estabelecido e definido com diferentes categorias de notação.”* – alínea a) do n.º 1 do artigo 3.º do Regulamento n.º 1060/2009.

entidades cruciais no âmbito da avaliação dos instrumentos financeiros¹¹¹. Surgiram como resposta à necessidade de saber em que é que se estava a investir e qual o risco associado ao investimento – função desempenhada pelas notações do crédito, subjacente aos títulos da dívida.

Não obstante a sua significativa importância para o funcionamento dos mercados financeiros, o certo é que apenas muito recentemente passaram a ser objeto de preocupações regulatórias. De facto, durante décadas, assistiu-se a uma política de desregulação, oriunda dos EUA, por força da reunião das condições favoráveis à falta de regulamentação ou de supervisão, tais como, o *lobbying* dos grandes grupos económicos¹¹². Não tardaram a ecoar vozes críticas culpando-as parcialmente pelo atual estado da economia, considerando-se que, “(...) *por um lado, não refletiram nas suas notações de risco, numa fase suficientemente precoce, a deterioração das condições do mercado e, por outro, não ajustaram atempadamente as suas notações de risco na sequência do agravamento da crise dos mercados*”¹¹³.

Pretende-se, assim, identificar e concretizar as falhas no âmbito da atuação destes agentes financeiros que motivaram os mais recentes avanços internacionais e europeus, no sentido da regulação do mercado financeiro em defesa dos investidores e dos Estados soberanos.

2. Falhas de mercado

São várias as referências, ao longo do presente trabalho, em torno do conceito de “*falhas de mercado*”, pelo que importa traduzir esta noção antes de a aplicar em concreto.

Consideram alguns autores que as falhas de mercado são “*uma imperfeição num sistema de preços que impede uma afetação eficiente dos recursos, como a concorrência imperfeita*”¹¹⁴. Tratam-se, por isso, de “*situações onde não existem mercados, onde estes funcionam mal, ou onde a concorrência pode enfrentar limitações severas e contrárias ao interesse geral. Estas situações são designadas como falhas e imperfeições de mercado*”¹¹⁵.

111 Quanto às origens das agências de rating e sua evolução, ver Feio & Carneiro, 2012: 25 ss.

112 “*Previous crises have led to calls for regulation of CRAs but regulatory action has been reactive and slow. CRAs have been typically unregulated and have instead relied on industry self-regulation.*” (Sy, 2009: 6).

113 Vd. Regulamento N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, p. 2.

114 Samuelson & Nordhaus, 1993: 853.

115 Confraria, 2011: 59.

Talvez se vislumbre um ligeiro paradoxo pela referência a falhas de mercado no contexto das agências de *rating*, na medida em que a sua existência se justifica precisamente pelo combate a outras falhas de mercado, como a assimetria de informação no mercado de capitais. A questão fica, no entanto, ultrapassada pelo simples facto de também elas comporem um determinado mercado dando azo à identificação de possíveis distorções, tais como, eventuais práticas de concertação, abuso de posição dominante e inatos conflitos de interesses.

2.1 Oligopólio

O reconhecimento público imediato das “Três Grandes” agências de notação de risco – “Moody’s”, “Standard & Poor’s” e “Fitch” –, remete-nos, desde logo, para o problema da forte concentração verificada neste mercado em detrimento da concorrência que seria desejável.

Vários autores falam, assim, da existência de um “oligopólio natural”¹¹⁶ originado por fatores inerentes à própria atividade, como sejam, a reputação e a relação de confiança estabelecida entre agências, emitentes e investidores.

A excessiva concentração do mercado provoca a criação de barreiras à entrada de novos privados neste setor, em manifesto prejuízo da concorrência. Na verdade, a existência de um mercado cativo de clientes potenciais inevitavelmente a diminuição do rigor e isenção das análises pelas quais as agências de notação de risco são responsáveis, na medida em que a reduzida concorrência e estrutura do mercado existente provoca desincentivos à procura de ganhos de reputação através da prestação de serviços de qualidade acrescida. O binómio poucas empresas/elevada dimensão gera, por isso, elevados custos de bem-estar para a sociedade.

Surge a questão: como podem e devem as autoridades públicas responder quando o mercado deixa de ser descentralizado¹¹⁷?

Afiguram-se essenciais mecanismos de controlo que impeçam abusos de poder de mercado, através da proibição de operações de concentração e de acordos ou estratégias entre empresas. Trata-se de uma regulação em defesa da concorrência – por contraposição a uma regulação *ex ante* exigida no caso de monopólios – de forma a criar condições para que a concorrência funcione e penalize comportamentos que contra ela atentem.

116 Chaput *apud* Moredo Santos, 2010: 497.

117 Bruner & Abdelal, 2005: 191.

2.2 Práticas de concertação

A sintonia e o *timing* quase perfeito com que as notações de rating são emitidas ditam acordos demasiado coincidentes para que não levantem suspeitas quanto à existência de possíveis práticas de concertação. Ou seja, quanto à eventualidade de acordos entre as “*Três Grandes*” suscetíveis de restringir ou falsear a concorrência, nos termos do artigo 101.^o¹¹⁸ do TFUE.

Conforme explica Nicolas Petit (2011: 26) são várias as formas possíveis de colusão entre estas agências – situação através da qual duas ou mais empresas estabelecem, conjuntamente, os seus preços ou produções, repartem entre si o mercado ou tomam outras decisões de gestão, dependendo os seus lucros das suas ações conjuntas¹¹⁹. Em primeiro lugar, surge uma eventual colusão indireta com o objetivo de cortar as notações das dívidas soberanas, através de contatos com clientes comuns ou no contexto de organizações conjuntas. Já, noutra escala, refira-se a colusão entre as agências de *rating* e as entidades financeiras, visando igualmente o corte das dívidas soberanas, mas com o fim de prejudicar instituições financeiras concorrentes, demasiado expostas ao risco destas dívidas, e no sentido de inflacionar as respetivas taxas de juro dos títulos soberanos, de modo a aumentar os lucros das instituições bancárias e a inerente capacidade das agências para aumentarem as suas receitas.

Em qualquer dos casos, cairíamos no âmbito de proteção do art. 101.^o do TFUE, apesar de permanecerem desconhecidos quais os motivos estratégicos aqui subjacentes. Com o objetivo de impedir a restrição da concorrência, surge, assim, iminente a aplicação deste pilar em defesa do direito da concorrência. Um instrumento de atuação do direito europeu de combate a práticas anti concorrenciais, de modo a evitar que a ausência de concorrência prive “(...) *the market from an effective control mechanism over product quality and pricing while also removing incentives to innovate*”¹²⁰.

De todo o modo, a natural coincidência entre as notações de risco pode ser algo de inevitável ao incidirem sobre dados aparentemente objetivos. Circunstância não impeditiva para que sejam investigados os riscos de conluio pela regulação.

118 “São incompatíveis com o mercado interno e proibidos os acordos entre empresas, todas as decisões de associações e todas as práticas concertadas que sejam susceptíveis de afectar o comércio entre Estados-Membros e que tenham por objetivo ou efeito restringir ou falsear a concorrência no mercado interno”.

119 Vd. Samuelson & Nordhaus, 1993: 211 e 212.

120 Staikouras, 2012: 81.

2.3 *Abuso de posição dominante*

Conforme dispõe o artigo 102.^{o121} do TFUE, o conceito de posição dominante reporta-se a uma posição de poder detida por uma empresa que lhe permite tornar a efetiva concorrência num determinado segmento de mercado, agindo independentemente dos seus concorrentes, clientes e consumidores. A posição dominante revela-se abusiva por permitir a obtenção de benefícios comerciais que em condições de verdadeira concorrência não seriam conseguidos. Pelo exposto, que dizer do mercado das agências de notação de risco? Configurar-se-á a existência de um exercício abusivo de posição dominante?

Atenta a distribuição das quotas de mercado detidas pelas “*Três Grandes*” – S&P e Moody’s na ordem dos 40% e Fitch com cerca de 15% – não resta margem para dúvidas de que não existe uma só empresa com posição dominante. No limite falar-se-ia de uma posição dominante coletiva. Contudo, que enquadramento assume este conceito no âmbito da legislação e jurisprudência europeia?

Numa primeira linha de jurisprudência, conforme ilustram os acórdãos *Hoffmann-La Roche e Continental Can*, apontava-se para a necessidade de distinguir um abuso de posição dominante coletiva dos efeitos próprios do oligopólio, entendendo-se que para configurar um abuso de posição dominante seria necessária uma conduta unilateral por parte de uma empresa¹²². No entanto, outra linha de entendimento – iniciada com o *Caso Società Italiana Vetro v Comissão* – veio considerar que é possível o exercício de posição dominante por um conjunto de entidades económicas independentes sobre as restantes empresas de um mercado.

Ora, resulta da Comunicação da Comissão sobre o artigo 102.^o do TFUE que o conceito de posição dominante se reporta a “uma posição de poder económico de que goza determinada empresa e que lhe permite evitar uma

121 “É incompatível com o mercado interno e proibido, na medida em que tal seja suscetível de afetar o comércio entre os Estados Membros, o facto de uma ou mais empresas explorarem de forma abusiva uma posição dominante no mercado interno ou numa parte substancial deste. Estas práticas abusivas podem, nomeadamente, consistir em: a) *Impor, de forma directa ou indirecta, preços de compra ou de venda ou outras condições de transacção não equitativas;* b) *Limitar a produção, a distribuição ou o desenvolvimento técnico em prejuízo dos consumidores;* c) *Aplicar, relativamente a parceiros comerciais, condições desiguais no caso de prestações equivalentes colocando-os, por esse facto, em desvantagem na concorrência;* d) *Subordinar a celebração de contratos à aceitação, por parte dos outros contraentes, de prestações suplementares que, pela sua natureza ou de acordo com os usos comerciais, não têm ligação com o objecto desses contratos.*”

122 Vd. *Caso Hoffmann-La Roche vs Comissão*, 1989 – Feio & Carneiro, 2012: 88 e 89.

concorrência efetiva em determinado mercado”¹²³. Pelo que, importa atentar no conceito de mercado relevante para aferir se estamos ou não perante um abuso de posição dominante, enquanto “(...) instrumento para identificar e definir os limites da concorrência entre empresas (...)”¹²⁴. Neste sentido, a composição do mercado relevante das agências de *rating* pode ser configurada de duas formas: numa aceção ampla, o mercado relevante das agências corresponde a todos os instrumentos que divulgam informações que permitem aos investidores avaliar o risco de crédito, tais como, jornais financeiros, relatórios de analistas de avaliação de risco, entre outros; já, numa aceção restrita, tal mercado deve circunscrever-se às avaliações emitidas pelas agências de *rating*, atentas as características que as distinguem dos restantes canais de informação. Realce-se, ainda, que uma outra distinção deve ser feita quanto às notações dos instrumentos financeiros e das dívidas soberanas, sendo exigida relativamente a estas últimas uma análise específica de questões políticas e sociais – competência ao alcance apenas das “*Três Grandes*”¹²⁵.

Ultrapassada a definição do conceito de mercado relevante, importa observar, agora, os pressupostos necessários para a aplicação deste conceito. Inaugurada jurisprudencialmente pelos acórdãos *Gencor* e *Airtours*, a posição dominante coletiva depende da verificação de vários requisitos cumulativos: desde logo, o conhecimento pelas empresas em situação de oligopólio do comportamento das restantes para fiscalizar a adoção de uma política comum; o estabelecimento de incentivos para o cumprimento da referida política e a não reação pelos concorrentes e consumidores às medidas das empresas em causa¹²⁶.

Neste contexto, e retomando agora o cerne da questão, no entendimento de Nicolas Petit (2011: 30 a 33), parecem dar-se por verificados os referidos pressupostos. Com efeito, as agências conseguem facilmente controlar os *ratings* emitidos umas pelas outras, considerando o elevado grau de transparência existente no mercado. Mais, existem incentivos para que sejam adotados iguais comportamentos de avaliação entre si, para além da probabilidade de entrada no mercado ser presumivelmente baixa face aos obstáculos interpostos aos potenciais rivais. Deste modo, torna-se plausível a

123 Cfr. Pais, 2011: 455.

124 Ver Ponto 2 da Comunicação da Comissão relativa à definição de mercado relevante para efeitos do direito da concorrência, publicada no JO C 372/5 de 9.12.97.

125 Cfr. Petit, 2011: 28 e 29.

126 Pais, 2011: 469 a 473.

existência de posição dominante coletiva por parte das agências de notação de risco.

Contudo, para que se presencie uma efetiva violação das regras de concorrência, terá que ser preenchido o conceito de “*abuso*”, não se comprometendo o art. 102.º com a previsão de um elenco taxativo. Assim, para o exercício abusivo de posição dominante pelas citadas agências, impõe-se a detenção de um poder que permita limitar a liberdade de atuação das outras empresas, através de práticas de exclusão para a manutenção do poder de mercado. Conforme se retira do acórdão *Continental Can*, exigem-se práticas que atentem contra uma estrutura de concorrência efetiva¹²⁷. Ora, neste sentido, em relação às agências de notação, seria necessário provar-se, designadamente, ou um abuso de preços de mercado e de condições contratuais (ao nível de uma duração excessiva do contrato ou da estipulação de uma obrigação de exclusividade); ou um fecho do mercado à entrada de novos concorrentes; ou um abuso da regulação existente; ou até mesmo um abuso da reputação.

Isto posto, o que se verifica é que algumas agências de notação de risco (sobretudo as de maior dimensão), com vista a aumentar a sua quota de mercado, recorrem à prática de *notching*, em manifesto prejuízo dos potenciais concorrentes. Ou seja, “reduzem ou recusam a atribuição de notação de risco a certos valores mobiliários se a notação de outros valores mobiliários, integrados na mesma ou noutra operação, não for atribuída à agência em causa”¹²⁸ ou se posteriormente for contratada outra sociedade para desempenhar a mesma tarefa.

Ora, tal como refere Moredo Santos (2010: 545), esta prática pressupõe não só a detenção de uma posição dominante no mercado de notação financeira, como também, o abuso dessa mesma posição, o que a demonstrar-se provada mantém em aberto a discussão acerca da possível existência de um abuso de posição dominante no mercado de notação financeira.

2.4 *Conflitos de interesse*

Segundo um relatório publicado, em 2003, sobre as agências de notação de risco, pela Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO)¹²⁹, são identificadas quatro particulares áreas suscetíveis de originar diversos

127 Para mais desenvolvimentos quanto ao conceito de abuso e teses em confronto, vd. Pais, 2011: 474 ss.

128 Vidal Santos, 2011: 154.

129 Report on the activities of credit rating agencies, 2003: 10 e 11.

conflitos de interesses: o modelo de remuneração das agências, *insider trading*¹³⁰, a prestação de outros serviços e a existência de interesses financeiros nas sociedades objeto de notação de risco¹³¹.

O que dizer, então, da emissão de notações pagas pelos emitentes que as solicitam? Será que o modelo de remuneração “emitente-pagador” será o mais adequado face ao *investor pays business model*, através do qual são os investidores que procedem ao pagamento da informação publicada?

No presente caso, o conflito de interesses surge pelo facto de os serviços de notação prestados pelas agências serem pagos pelos sujeitos a que se destina a notação¹³². Esta forma de pagamento corresponde ao *supra* designado modelo do “*emitente pagador*”.

Importa salientar que o presente modelo foi precedido pelo *investor pays business model*. Para perceber o que conduziu a esta sucessão de modelos, somos obrigados a retomar o paralelismo estabelecido entre as notações de risco e o carácter de bem público que lhe é subjacente. Com efeito, uma vez publicados, os *ratings* tornam-se um bem público suscetível de *free-riding* por parte dos investidores. O que acontece é que uma vez tornada pública a informação contida nas notações, os investidores perdem qualquer incentivo para proceder ao pagamento das notações. Enquanto isso, os emitentes estão mais do que dispostos a proceder ao pagamento das notações de que são alvo.

Estes conflitos de interesses são facilmente enquadráveis à luz da Teoria da Agência¹³³. Explica esta teoria que existe uma relação de agência quando uma parte – “*o agente*” – age por conta de outrem – “*o principal*”¹³⁴. A justaposição entre o principal e o agente e a assimetria de informação que os distancia, permite que este último atue de forma diferente à “*contratualizada*”, motivado pela satisfação de interesses próprios.

Consideremos o exemplo de uma empresa (enquanto principal) que solicita à avaliação da qualidade do seu crédito, através da emissão de determinada notação, a uma agência de notação de risco (enquanto agente). A emissão de um *rating* baixo irá aumentar os custos de financiamento daquela empresa.

130 Acesso a informação que não reveste natureza pública – noção adiantada por Moredo Santos, 2010: 557.

131 Vidal Santos, 2011: 150 e ss.

132 Cfr. Smith & Walter, 2011: 1.

133 Para mais desenvolvimentos, consultar Eisenhardt, 1989: 57-74.

134 Mitnick, 1973: 6.

Existe, por isso, um incentivo para compensar as agências de notação de risco, de forma a que seja atribuído um *rating* superior ao efetivamente merecido. Por seu turno, com receio de vir a perder clientela em virtude da emissão de um *rating* mais restrito, as agências de notação de risco tendem a ser menos objetivas. Que implicações advêm daqui?

Ao serem pagas pelas entidades que avaliam em virtude dos seus serviços de notação de risco, maior é a tentação para subestimar o risco inerente a essas entidades, de forma a assegurar e potenciar o negócio. Esta influência, conduz à prática do chamado *shopping for ratings*¹³⁵, com efeitos nefastos sobre a qualidade da informação publicada, designadamente, ao nível da independência e objetividade das notações.

Em face disto, são várias as propostas de alteração ao sistema em apreço, apelando quer ao regresso do *investor pays model*¹³⁶, quer à emissão de notações por uma entidade pública constituída para o efeito, baseada num *public utility model*¹³⁷. Contudo, nenhuma destas soluções se encontra isenta de críticas. A primeira, por não conseguir resolver definitivamente o problema de *free-riding*¹³⁸ e apresentar o seu próprio conflito de interesses¹³⁹. E a segunda, por representar, à partida, um pesado “*fardo para os contribuintes*”¹⁴⁰.

Por sua vez, a existência de *insider trading* pode potenciar, por exemplo, a utilização em benefício próprio da informação concedida pelas sociedades objeto de notação, por parte dos colaboradores das agências, negociando títulos no mercado com conhecimento privilegiado. Mais, ainda, os próprios colaboradores podem manipular a informação disponibilizada pelas sociedades notadas, condicionando todo o processo de notação.

Não bastasse isso, a prestação de outros serviços pelas agências de *rating* para além da emissão de notações, pode levar a que seja exercida pressão no

135 Os emitentes podem requerer a emissão de *ratings* a várias agências, de forma a ver qual delas atribui o *rating* mais elevado – cfr. The Committee of European Securities, 2008: 36.

136 Vd. Sy, 2009: 22.

137 “*Que transformaria a sociedade de notação de risco numa entidade pública patrocinada pelo Estado*” (Moredo Santos, 2010: 536 e 537).

138 De facto, existe a hipótese de *non-paying investors* obterem acesso às notações de risco publicadas, sem terem que suportar os custos da sua emissão, diminuindo drasticamente o volume de receitas das agências. Mais, questiona-se até porque haveriam os investidores de pagar por algo que já têm de graça?

139 Com efeito, potenciais investidores podem pressionar as agências para baixar injustificadamente as notações emitidas, de modo a reduzir o preço de aquisição de títulos de dívida – vd. Staikouras, 2012: 97.

140 Vidal Santos, 2011: 151.

sentido da contratação destes outros serviços em troca de notações mais favoráveis, quer pelas agências, quer pelas sociedades notadas.

Por último, a existência de interesses financeiros nas sociedades objeto de notação, através da detenção de participações sociais nas respetivas empresas, pode condicionar o processo de notação, consoante os interesses económicos em jogo.

Passará a resolução destes problemas pelo aumento de mecanismos de controlo interno e obrigações de transparência e informação, previstos em instrumentos regulatórios? Veremos adiante¹⁴¹.

3. A fuga à responsabilidade civil

Levanta-se, aqui, o “véu” à problemática que contrapõe a liberdade de expressão, por um lado, ao interesse público da regulação dos mercados, por outro.

Conforme tem vindo a ser analisado, a atividade de notação de risco ao consistir na avaliação da capacidade de cumprimento de uma empresa, de um Estado ou de instrumentos financeiros, traduz-se numa classificação de solvência, que influi fortemente nas opções tomadas pelos investidores¹⁴².

Sucedem que, tais classificações nem sempre primam pelo rigor e imparcialidade que lhes é exigido, espoletando críticas no sentido da responsabilização das agências pelas opiniões que emitem para os mercados.

Em jeito de recusa a esta responsabilidade, argumentam as agências que as notações se tratam de meras opiniões¹⁴³, protegidas pela liberdade de expressão e de imprensa¹⁴⁴, que não constituem qualquer tipo de previsão quanto à possibilidade específica de incumprimento ou de insolvência das entidades notadas¹⁴⁵.

A emissão de notações tardias e desajustadas com a realidade coloca, assim, um outro problema, agora, sob o ponto de vista da proteção dos investidores:

141 Cfr. Capítulo II, ponto 2 – “A resposta europeia”.

142 Almeida, 2010: 22.

143 Para mais desenvolvimentos, *vd.* Deats, 2010: 1863-1864.

144 A este propósito, é curioso observar que o presente subterfúgio não colheria razão junto do ordenamento jurídico português. Na verdade, conforme refere Margarida Azevedo de Almeida (2010: 27 e 28) “*Em face da Constituição da República Portuguesa não cremos que esta tese se possa aceitar uma vez que estas liberdades se devem harmonizar com outros bens constitucionalmente protegidos, como são a proteção dos investidores e a eficiência do mercado.*”.

145 Foi, aliás, a negação do valor das suas próprias opiniões que lhes permitiu beneficiar da proteção da Primeira Emenda, como refere Partnoy, 2009: 88.

o de saber quem assume os prejuízos causados por decisões de investimento assentes em notações de risco pouco credíveis e fiáveis¹⁴⁶.

A resposta a esta questão exige a conciliação entre uma tutela *ex ante* – que define o enquadramento regulamentar da atividade de notação de risco adequado a prevenir perversões – e uma tutela *ex post* – que define os meios de tutela privada destinados à proteção dos atingidos perante notações incorretas¹⁴⁷.

Em que termos se configura esta última tutela não pretende ser o objeto da nossa atenção¹⁴⁸. Antes pelo contrário. Antecipam-se apenas as situações em que o incumprimento das disposições regulamentares *infra* analisadas pode dar origem à responsabilização das agências de notação de risco. Isto é, analisa-se de que forma uma notação errada, falseada com dolo ou negligência grosseira e emitida em violação das disposições regulamentares fixadas no interior da União Europeia, conduz à aplicação de sanções às agências de notação de risco.

No entanto, como bem salientam DFeio & Carneiro (2012: 121), a definição de um modelo de responsabilização das agências não deve funcionar como uma “*espécie de seguro*” para os investidores, que desincentivados para fazer a sua própria análise, optam por escolhas possivelmente lesivas.

A regulação desta matéria começou, assim, por remeter direta e imediatamente para as regras internas dos Estados-membros, aplicáveis em matéria de responsabilidade civil, qualquer reivindicação apresentada contra as agências de notação de risco, por violação das disposições do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009¹⁴⁹.

Por sua vez, o mais recente Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio, veio dedicar em exclusivo o Título III-A, à previsão da “*Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco*”. Assim, o artigo 35.º-A estabeleceu o seguinte: “*Caso uma agência de notação de risco cometa, com dolo ou negligência grave¹⁵⁰, alguma das infrações enumeradas no Anexo III, afetando desse modo uma notação de risco, os investidores ou emitentes podem exigir à agência de notação de risco a indemnização dos danos que tal infração lhes tenha causado*”. Para o efeito, o investidor

146 Cfr. Frada, 2012: 341 e ss.

147 *Ibidem*.

148 Para mais desenvolvimentos nesta matéria, ver Frada, 2012: 341 ss. e Almeida, 2010: 1 ss.

149 Vd. Considerando 69 e art. 36.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009.

150 Nos termos do n.º 4 do preceito legal em análise, estas expressões devem ser interpretadas e aplicadas nos termos da lei nacional aplicável determinada de acordo com as regras de direito internacional privado aplicáveis, assim como as outras questões não abrangidas pelo presente regulamento.

tem que provar que se baseou razoavelmente em determinada notação de risco, para decidir investir, continuar a deter ou alienar um instrumento financeiro abrangido por essa notação de risco. Note-se, ainda, que é sobre o investidor ou emitente que recai o ónus de “(...) *apresentar informações exactas e pormenorizadas que indiquem que a agência de notação de risco cometeu uma infração ao presente regulamento e que a referida infração afetou a notação emitida*”¹⁵¹.

Contudo, a instituição deste direito de recurso não afasta a possibilidade de as partes poderem limitar antecipadamente a responsabilidade civil das agências de notação de risco, desde que, essa limitação seja (i) razoável e proporcionada; e (ii) autorizada pela lei nacional aplicável (n.º 3 do art. 35.º-A do Regulamento em destaque).

É de salientar a importância da introdução deste novo título no Regulamento dedicado às agências de notação de risco¹⁵², na medida em que a instituição deste direito de recurso por parte dos investidores representa um forte incentivo ao cumprimento das obrigações legais pelas agências, assegurando a melhoria da qualidade das respetivas notações. Apesar disso, não podemos deixar de suscitar a questão: o prejuízo sofrido por um Estado em caso de erro da notação da dívida soberana, por violação das regras europeias, é mensurável e sindicável em juízo¹⁵³?

II. A REGULAÇÃO DAS AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO

O desenrolar de tudo o quanto *supra* ficou exposto, conduz-nos a esta última parte, particularmente dedicada à súmula dos avanços europeus em torno da regulação do mercado das agências de notação de risco.

Impelidos pela constatação de que a “*mão invisível do mercado*” carece da “*mão visível da regulação pública*”¹⁵⁴ e identificada a evidente “*falha de regulação*” relativamente a esta atividade cumpre, agora, conhecer em que moldes têm as instituições europeias conseguido responder ao desafio que lhes é colocado, solucionando problemas como o da excessiva dependência em relação às notações de risco, a concentração do mercado das agências, os conflitos de interesses e – em especial – a definição de regras específicas para as notações das dívidas soberanas.

151 Vd. n.º 2 do art. 35.º-A do Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013.

152 Tal como o faz a Proposta de Regulamento que altera o Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro, subjacente ao mais recente diploma, elaborada pela Comissão Europeia, em 15.11.2011.

153 Gaillard, 2012 : 47.

154 Moreira & Marques, 2008: 174.

Clama-se, então, por uma intervenção pública na economia, através da definição de um conjunto de poderes de atuação, com características próprias, atribuídos a um órgão em concreto que exerça uma posição central no mercado. Impõe-se regulação. No sentido da existência de um controlo prolongado e localizado, exercido por um órgão público, sobre uma atividade à qual a comunidade atribua relevância social¹⁵⁵.

Vejam, então, como floresceu o movimento de regulação das agências de notação de risco e de modo alcança os objetivos a que se propõe.

1. A regulação a nível internacional

A iminência do fim do ciclo da não regulamentação das ANR obrigou a que diversas iniciativas de carácter regulatório fossem postas em marcha pelas autoridades mundiais. Mas não sem antes testar o recurso à auto-regulação do setor de notação de risco. Exemplo disso é a publicação dos “*Princípios do Código de Conduta para as Empresas de Notação de Risco*” da Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO), em dezembro de 2004. Tal como o próprio nome indica, trata-se aqui de um simples guia que serve de orientação ao processo de notação, enquanto compêndio de referências a incorporar nos diversos códigos de conduta das respetivas agências de notação de risco. Já em 25 de setembro de 2003, a IOSCO aprovava um conjunto de recomendações com o objetivo de reforçar a integridade do processo de notação de risco. Recomendações, estas, que precederam a elaboração do Código de Conduta ora em destaque, posteriormente renovado com a aprovação do novo Código de Conduta das Agências de Rating, em 2008.

O facto de as normas da Organização Internacional das Comissões de Valores não se considerarem juridicamente vinculativas permitiu, assim, um amplo espaço à auto-regulação desta atividade¹⁵⁶. Aliás, a própria Comissão Europeia veio aconselhar a que tais princípios fossem observados sempre que não se mostrassem contrários às normas europeias¹⁵⁷, abdicando de qualquer

155 Definição sugerida por Selznick Ph. *apud* Munõz Machado, 2010: 111.

156 Cfr. Almeida, 2010: 22.

157 Vd. Parecer Técnico do Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR) para a Comissão Europeia sobre Possíveis Medidas no âmbito das Agências de Notação de Risco – disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/Comunicados/Documents/b63063e9d4a5435494ea598d0de8330205139b.pdf>. Veja-se, no mesmo sentido, o oitavo considerando do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009.

iniciativa de regulamentação específica destas agências¹⁵⁸ (optando por seguir a orientação vertida no parecer emitido pela anterior Comissão de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CESR)¹⁵⁹).

Também outras iniciativas de não somenos importância tiveram lugar no plano da regulação internacional. Um especial enfoque para a cimeira do G-20, realizada durante o ano de 2008, da qual resultou o acordo de realização de uma supervisão mais ampla das agências de notação de risco. Dois anos mais tarde, em consequência dessa mesma cimeira, o compromisso de aceleração de implementação de medidas em benefício da transparência e da regulação destas agências.

De realçar ainda durante o ano de 2010, o conjunto de princípios dirigidos à redução da dependência das agências de notação estabelecidos pelo Conselho de Estabilidade Financeira.

O panorama internacional sobre a regulação das agências de notação de risco não ficaria completo sem antes analisar, muito sucintamente, o quadro legislativo norte-americano. Destacam-se aqui, em particular, os diplomas federais relativos ao “*Credit Rating Agency Reform Act*” e ao “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”.

Com efeito, desde 1975 que as agências de rating têm a possibilidade de solicitar junto da “*Securities and Exchange Commission*”¹⁶⁰ (SEC), enquanto entidade reguladora norte-americana, o seu reconhecimento como agências certificadas capazes de conferir notações oficiais nos termos da legislação e regulação internas¹⁶¹, através da obtenção da classificação – “*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*” (NRSROs).

O objetivo de melhorar a qualidade dos *ratings* utilizados para a proteção dos investidores e do respetivo interesse público, levou, por isso, a que o Congresso norte-americano viesse a adotar, em 2006, o “*Credit Rating Agency Reform Act*”, de forma a promover a responsabilização, a transparência e a concorrência na indústria das agências de notação de risco¹⁶². Consagrou-se, assim, um modelo de regulação e supervisão pública¹⁶³, que passou pela introdução de diversas

158 Vd. The Committee of European Securities Regulators, 2008: 5.

159 Equivalente à atual ESMA.

160 Entidade regulatória criada após a 1.ª Guerra Mundial e a Grande Depressão de 1929 – vd. Stefano Pagliari, 2012: 46.

161 Feio & Carneiro, 2012: 36.

162 S. 3850 [109th]: Credit Rating Reform Act of 2006 *apud* The Committee of European Securities Regulators, 2008: 10.

163 Alexandre & Diniz, 2011b: 70.

alterações a nível do processo de registo das agências NRSROs, bem como, pela sujeição à supervisão da SEC.

Seguiu-se a 29 de junho de 2010 a aprovação do “*Dodd-Frank Act*”, responsável pela introdução de importantes alterações no regime das agências de notação de risco quer, uma vez mais, a nível da regulação, quer da responsabilização civil e penal.

Este conjunto de iniciativas e movimentos em torno da regulação das agências de notação de risco não passou de todo indiferente às instituições europeias, senão vejamos.

2. A resposta europeia

2.1 *O Regulamento (CE) n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009*

A turbulência gerada pelo desenrolar da crise económica de 2008 e, mais tarde, pela crise da dívida soberana, desbravou caminho para que o foco de atenção se debruçasse sobre o papel das agências de notação de risco na eclosão, ampliação e expansão das respetivas crises. Acossadas, as instituições europeias reagiram. E em sinal de resposta, foi emanado o Regulamento (CE) n.º 1060/2009, 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco – o primeiro regime de autorização europeu juridicamente vinculativo¹⁶⁴.

Na verdade, até àquela data – e apesar da sua indiscutível importância para os mercados financeiros – o certo é que as agências apenas se encontravam sujeitas à legislação europeia em áreas muito delimitadas, uma vez que a maioria dos Estados-Membros também não regulava as condições de exercício da sua atividade e da emissão de notações. O seu enquadramento legislativo resumia-se, assim, às balizas traçadas pela Diretiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado); pela Diretiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2006, relativa ao acesso à atividade dos estabelecimentos de crédito e ao seu exercício; e pela Diretiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2006, relativa à adequação dos fundos próprios das sociedades de investimento e das instituições de crédito^{165 166}.

164 Staikouras, 2012 : 72.

165 *Vd.* Regulamento N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, p. 1.

166 *Cfr.* Sy, 2009: 7.

Urgiam medidas relativas aos conflitos de interesses, à qualidade das notações de risco, à transparência e governação interna das agências e à supervisão desta atividade.

Em face desta evidente lacuna vieram, então, as instituições europeias definir, pela primeira vez, um enquadramento regulamentar comum relativo às condições de emissão de notações de risco e à organização e conduta das respetivas agências (art. 1.º). Note-se, contudo, que o âmbito de aplicação do referido enquadramento se restringe tão-somente às notações de risco emitidas por agências registadas na Comunidade¹⁶⁷. Esta obrigação de registo junto do (antigo)¹⁶⁸ Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários (CARMEVM) passou a ser requisito essencial para a emissão de notações de risco utilizadas para fins regulamentares dentro da Comunidade¹⁶⁹. Não obstante, o Regulamento cuidou de instituir, paralelamente, um regime de validação das notações de risco emitidas em países terceiros pelas agências registadas na UE, uma vez respeitados os requisitos estabelecidos para a emissão de notações, nos termos previstos no Regulamento (art. 4.º/3 a 6). De referir que apesar das finalidades subjacentes à presente obrigação de registo – controlo sério e rigoroso dos intervenientes no mercado – existe uma propensão para o aumento das barreiras à entrada no mercado e para a consequente falta de dinamismo.

Para além disto, que medidas veio, então, estabelecer o presente Regulamento?

Em primeiro lugar, quanto à utilização de notações de risco para fins regulamentares, apenas passaram a poder ser utilizadas as notações emitidas por agências de notação de risco estabelecidas na UE e registadas nos termos do regulamento (art. 4.º), sem prejuízo do disposto no art. 5.º quanto à equivalência e certificação de outras notações.

Já, quanto à independência e prevenção dos conflitos de interesses, o Regulamento veio impor às agências de notação de risco a obrigação de adotarem todas as medidas necessárias destinadas à sua prevenção, através do respeito pelo leque de requisitos estabelecido nas Secções A e B do Anexo I ao presente

167 Vd. Segundo Considerando e n.º 1 do art. 2.º do Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009.

168 Atualmente junto da ESMA.

169 Note-se que o presente registo não substitui o procedimento de reconhecimento de instituições externas de avaliação de crédito (ECAI) existente nos termos da Diretiva 2006/49/CE, relativa ao acesso à atividade dos estabelecimentos de crédito e ao seu exercício.

regulamento (art. 6.º). Assim, as agências passaram a ter de definir políticas e procedimentos internos no que toca à gestão de eventuais conflitos de interesses, divulgando-os e mantendo registos de todas as ameaças à independência da agência e dos seus empregados. Mais, proibiu-se a prestação de serviços de consultadoria e aconselhamento aos seus clientes, garantindo-se, ainda, que os responsáveis pela análise e avaliação dos títulos financeiros não tenham um contato direto e imediato com o cliente quanto aos restantes aspetos comerciais (como, por exemplo, a não participação em negociações sobre honorários ou pagamentos com qualquer entidade objeto de notação; a previsão de mecanismos de rotação gradual; e a estipulação de uma remuneração independente das receitas obtidas pelas entidades objeto de notação – art. 7.º). De forma a contornar o problema da excessiva confiança e dependência das notações, previu-se, ainda, a necessidade de os investidores deverem proceder à sua própria análise de risco e fiabilidade do crédito¹⁷⁰.

No que concerne à metodologia e pressupostos de notação, passou a ser obrigatória a respetiva divulgação pública, bem como, a utilização de metodologias de notação rigorosas, sistemáticas e contínuas, sujeitas a revisão periódica uma vez por ano (art. 8.º).

O mesmo se diga quanto à divulgação e apresentação de notações ou qualquer decisão de suspensão (art. 10.º), de forma atempada e não seletiva, com a obrigação de identificação e distinção clara entre as notações solicitadas e não solicitadas.

Quanto à transparência das agências, instituiu-se o dever de publicação anual de um relatório que inclua dados sobre a estrutura jurídica e propriedade da agência, sobre os mecanismos internos de controlo de qualidade das notações de risco, a política de conservação de registos e de gestão e rotação dos analistas e informações financeiras sobre as receitas da agência (art. 12.º).

Por fim, quanto à supervisão da atividade de notação de risco, para além do mencionado procedimento de registo regulado nos artigos 14.º a 20.º do Regulamento, estabeleceu-se uma articulação de poderes e competências entre o CARMEVM e as autoridades competentes dos respetivos Estados-Membros, de modo a supervisionar a atuação das agências de notação de risco e o cumprimento das obrigações fixadas por este Regulamento (arts. 21.º a 25.º). Entre alguns dos poderes de supervisão, compreendem-se a possibi-

170 Vd. Regulamento N.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, p. 2.

lidade de ter acesso a documentos, exigir informações, realizar inspeções ao local e exigir a apresentação de registos telefónicos. Sendo que, do exercício destes poderes pode resultar a aplicação de medidas como: o cancelamento do registo, a proibição temporária de emissão de notações, a suspensão da sua utilização para fins regulamentares, entre outras. Ficou, também, a cargo dos respetivos Estados-membros a definição do regime de sanções aplicável em caso de infração às disposições previstas no regulamento.

Da exposição em análise resulta evidente a instituição de um quadro regulamentar sólido amplamente dirigido à melhoria da qualidade das notações de risco, seja por via da prevenção dos conflitos de interesse, do rigor das metodologias ou supervisão das agências.

Sucedeu que o enquadramento europeu desta matéria estava longe de acabado.

2.2 O Regulamento (UE) n.º 513/2011, de 11 de maio de 2011

Na sequência do Relatório de Larosière, de 25 de fevereiro de 2009, e da recomendação nele imbuída de reforma abrangente da estrutura de supervisão, concluiu-se que deveria ser criado um Sistema Europeu de Supervisores Financeiros (SESF), composto por três Autoridades Europeias de Supervisão, correspondendo uma delas ao setor dos valores mobiliários e dos mercados. Foi então que o Regulamento n.º 1095/2010, de 24 de novembro de 2010, veio criar a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) que, no entender do Conselho Europeu deveria ter poderes de supervisão sobre as agências de notação de risco.

A conjugação do exposto veio permitir que o Regulamento n.º 513/2011 de 11 de maio atribuísse à ESMA a responsabilidade geral pelas questões relacionadas com o registo e a supervisão permanente das agências de notação de risco registadas, alterando, por via disso, o Regulamento n.º 1060/2009 *supra* analisado.

Criava-se, assim, uma autoridade única de supervisão ao nível europeu, enquanto garante de aplicação coerente e uniforme das regras delineadas para as agências de notação de risco. Com efeito, a ESMA passou a deter a faculdade de: i) elaborar projetos de normas técnicas de regulamentação; ii) emitir e atualizar orientações não vinculativas sobre questões relacionadas com a aplicação do Regulamento n.º 1060/2009; iii) solicitar informações às agências de notação de risco; iv) realizar investigações e inspeções no local; v) impor sanções pecuniárias compulsórias e multas pelas infrações ao Regulamento; e vi) aplicar medidas de supervisão.

Apesar de o Regulamento n.º 1060/2009 ter vindo determinar, por um lado, “(...) *normas de conduta com o objetivo de minimizar eventuais conflitos de interesses e assegurar uma elevada qualidade e uma transparência suficiente para as notações de risco de crédito e para o próprio processo de emissão de notações*”¹⁷¹ e o Regulamento n.º 513/2011, ter vindo, por outro lado, delegar na ESMA as competências para o registo e supervisão das agências de notações de risco, o certo é que o enquadramento regulamentar só ficaria completo com a publicação do mais recente regulamento.

2.3 O Regulamento (UE) n.º 462/2013 de 21 de maio de 2013

Muito embora o Regulamento (ANR) tenha inaugurado o caminho da regulação europeia da presente atividade, houve necessidade de vir aperfeiçoar o enquadramento regulamentar *supra* analisado. Assim veio defender a Resolução do Parlamento Europeu de 8 de junho de 2011. Com efeito, problemas como o da excessiva dependência relativamente às notações de risco e o do risco de conflitos de interesses decorrentes do modelo de pagamento das agências de notação de risco permaneceram por resolver. Por outro lado, “(...) *os problemas específicos levantados pela notação das emissões soberanas, que se tornaram evidentes durante a actual crise da dívida soberana*”¹⁷² evidenciaram uma importante brecha na regulação ainda sem resposta.

É neste contexto que surge o mais recente Regulamento n.º 426/2013, de 21 de maio, que procedeu à segunda alteração do Regulamento n.º 1060/2009. Envidaram-se esforços para colmatar os problemas relatados através da implementação de medidas com vista à redução da excessiva dependência gerada em torno das notações e à revisão dos requisitos processuais e momento de publicação das notações soberanas – aqui em especial destaque.

Foqemo-nos no problema da excessiva dependência das notações de risco. O art. 5.º-A veio impor às instituições financeiras a obrigação de deverem fazer as suas próprias análises de risco e não dependerem exclusiva e mecanicamente das notações de risco emitidas pelas agências. De igual forma, o art. 5.º-B veio recomendar às Autoridades Europeias de Supervisão que não referissem as notações de risco nas suas orientações, recomendações e projetos se fossem suscetíveis de conduzir a uma maior dependência das mesmas. Por seu turno, também a legislação europeia deve ser expurgada até 1 de janeiro de 2020 de

171 Vd. Primeiro Considerando do Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013.

172 *Ibidem*, p. 2.

todas as referências a notações de risco utilizadas para efeitos regulamentares, desde que outras alternativas para a avaliação de créditos possam ser implementadas (art. 5.º-C). Até lá, as notações de risco continuam a presidir às estratégias de investimento dos investidores sujeitos a regulamentação. Razão pela qual, se mantém a necessidade de assegurar a transparência e a independência dos métodos utilizados pelas agências no combate à assimetria de informação.

Quanto a esta última matéria – prevenção de conflitos de interesses –, o novo Regulamento veio impedir os acionistas ou sócios de ANR que tenham uma participação igual ou superior a 5% do capital ou dos direitos de voto na referida agência de deter relativamente a qualquer outra agência: i) uma participação igual ou superior a 5%; ii) o direito ou o poder de exercer 5% ou mais dos direitos de voto; iii) o direito ou o poder de nomear ou destituir membros de um órgão de administração ou supervisão; iv) ser membro de um órgão de administração ou supervisão; v) exercer ou ter o poder de exercer controlo ou influência dominante (art. 6.º-A).

Por sua vez, em resposta ao problema que nos prende especialmente – a proteção das dívidas soberanas e dos respetivos Estados – foi reforçada a obrigação de revisão semestral das notações soberanas (art. 8.º/5). Em paralelo, cuidou-se de aumentar a transparência dos pressupostos subjacentes a estas notações (tendo em conta as especificidades de cada um dos Estados), bem como, proibir as declarações que anunciem a revisão de um grupo de países desacompanhadas de relatórios específicos por cada país – vd. art. 8.º-A. Este aumento da transparência é melhorado pela recolha e processamento de dados sobre a situação económica, financeira e orçamental de cada um dos Estados-Membros, enquanto tarefa prosseguida pela Comissão Europeia, para posterior publicação em proveito dos investidores.

Por outro lado, foi imposta a obrigação de as entidades notadas serem notificadas com a antecedência de um dia útil completo relativamente à publicação da notação. Notações, estas, que só poderão ser publicadas após o fecho das plataformas de negociação estabelecidas na União e pelo menos uma hora antes da sua abertura.

Mas a defesa dos Estados Membros impõe a equação da tão falada hipótese de criação de uma agência pública europeia de notação de risco, destinada a avaliar a qualidade creditícia da dívida soberana dos Estados-Membros e de uma fundação europeia de notação para as restantes notações, a que nos propomos dedicar no ponto seguinte.

3. Propostas de solução

Apesar dos esforços envidados na construção da nova “*arquitetura*” europeia de supervisão e regulação da atividade de notação de risco, advogam alguns que a notação das dívidas soberanas deveria ficar totalmente excluída do âmbito de atuação destas agências privadas.

Tal entendimento não pode, contudo, ser sufragado. São várias as razões que nos levam a concluir neste sentido. Em primeiro lugar, pelo facto de a notação da dívida soberana condicionar todas as restantes notações dentro de determinado Estado – o chamado *country ceiling*. Em segundo, porque sendo os títulos da dívida negociáveis com outros produtos financeiros no mercado, não podem ser objeto de regras especiais. E, por último, pelo simples facto de serem os próprios mercados a obrigar à notação da dívida para a sua colocação no mercado, pelo que sempre teria de ser objeto de notação, seja por estas ou outras entidades¹⁷³.

O exposto não obsta a que seja adiantada como alternativa à notação por estas agências, a ascensão de uma entidade autónoma que proceda à notação das dívidas soberanas europeias¹⁷⁴. Aliás, é o próprio Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009, com as mais recentes alterações, que parece adiantar tal hipótese, ao prever no n.º 2 do art. 39.º-B que, tendo em conta a situação do mercado, a Comissão Europeia deve apresentar ao Parlamento Europeu e ao Conselho, até 31 de dezembro de 2014, um relatório sobre a oportunidade de efetuar uma avaliação europeia da qualidade creditícia da dívida soberana. Sendo que, em função das conclusões vertidas nesse relatório e da situação do mercado, deverá ser apresentado posteriormente – agora, até 31 de dezembro de 2016 – um relatório sobre a oportunidade e a viabilidade de apoiar uma agência de notação de risco europeia destinada a avaliar a qualidade creditícia da dívida soberana dos Estados-Membros e uma fundação europeia de notação de risco para todas as outras notações. Tudo isto, com o objetivo “(...) *de levar a cabo uma avaliação da capacidade creditícia europeia para permitir que os investidores efectuem uma avaliação imparcial e objectiva da capacidade creditícia dos Estados-Membros, tendo em conta a evolução económica e social concreta*”¹⁷⁵.

173 Acompanhamos, aqui, os argumentos expendidos por Feio & Carneiro, 2012: 111.

174 Já, Sousa (1989: 9) afirmava, em 1989, a possível convergência das sociedades de notação de risco dos respectivos Estados-Membros para a criação de um “*rating europeu*”.

175 Vd. Considerando 40 do Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio de 2013.

Entre as várias reflexões difusas pela literatura adiantam-se como hipóteses para a criação desta agência europeia¹⁷⁶: (i) a sua associação ao BCE, (ii) a criação de uma fundação europeia independente ou (iii) a criação de um fundo de *rating* europeu¹⁷⁷.

Sucedede que, relativamente ao BCE, o estatuto de reputação e independência de que goza, não superaria, à partida, quer a difícil abertura do mercado internacional a uma instituição altamente especializada no mercado europeu, quer os potenciais conflitos de interesses relacionados com as notações dos respetivos Estados-Membros¹⁷⁸.

Já, a criação de uma fundação europeia independente¹⁷⁹ (*European Rating Foundation*), financiada por investidores, daria azo a novos conflitos de interesses e não melhoraria substancialmente a qualidade das notações existentes.

Em última instância, a criação de um fundo de *rating* europeu (*European Rating Funds*) apresenta-se como a alternativa que melhor consegue mitigar o problema dos conflitos de interesses, na medida em que o Fundo assumiria um papel de intermediário. Isto é, receberia os pedidos de emissão de notações e, em função da oferta mais baixa, contratualizaria uma agência de *rating*, sem que as partes negociais conhecessem a respetiva identidade uma da outra¹⁸⁰.

CONCLUSÕES

Centrados na problemática da notação da dívida soberana, procurou-se explicar porque urge tutelar adequadamente a atividade das agências de notação de risco, em defesa dos Estados, dos investidores e da estabilidade financeira mundial.

176 Por sua vez, entre as iniciativas de carácter internacional, constam a eventual atribuição desta tarefa ao Fundo Monetário Internacional (FMI) ou a criação de uma agência de *rating* internacional não lucrativa, de que são exemplo a INCRA (*International Non-Profit Credit Rating Agency*), promovida pela Bertelsmann Foundation e o *Credit Research Initiative* (CRI), junto do Instituto de Gestão do Risco da Universidade Nacional de Singapura.

177 Feio & Carneiro (2012: 112) avançam com a hipótese de o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEFF), atual Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) poder ser uma entidade com capacidade para proceder à análise das dívidas soberanas.

178 De qualquer forma, a presente hipótese já foi liminarmente rejeitada pelo BCE – vd. Feio & Carneiro, 2012: 112.

179 De que é exemplo a proposta lançada pela consultora alemã “*Roland Berger*”, que acabou por abortar por falta de financiamento.

180 De imediato se aponta como crítica a dificuldade na obtenção de informação privilegiada por parte do emitente, limitando a notação à informação de carácter público.

Assim, tendo como mote a prossecução do interesse público, demonstramos de que forma se procede aqui à satisfação de necessidades de cariz manifestamente público.

Para o efeito, destaca-se a excessiva dependência criada em torno da emissão de notações de risco, para o acesso por parte dos Estados, à obtenção de financiamento externo nas grandes praças financeiras internacionais. A este respeito, verifica-se que os efeitos da avaliação da qualidade de crédito dos Estados condicionam a política económico-financeira adotada pelos governantes, sujeitando o poder político à autoridade dos mercados.

Sucedo, contudo, que esta submissão só foi possível pelo peso e importância conquistado pelas notações de risco nos mercados. Nascidas para colmatar a assimetria de informação existente entre emitentes e investidores, rapidamente se transformaram em entidades quase reguladoras, através da incorporação das notações em diplomas legislativos e regulamentares.

Facilmente se percebe, por isso, porque prosseguem estas agências claras atribuições de índole pública. Não só porque na sua própria essência a notação de risco serve para divulgar informar para os mercados, tornando-os mais transparentes e simétricos, mas porque passaram a deter parte dos poderes regulatórios tradicionalmente confiados a entidades públicas. Aliás, tendo em conta o seu contributo para a redução da assimetria de informação dos mercados, chegamos à conclusão que as notações de risco podem configurar-se mesmo como bens públicos (globais), que atuam em benefício da estabilidade financeira mundial.

Se estes reflexos constituem já fiéis traduções da prossecução do interesse público, a equação da notação da dívida soberana como um serviço de interesse público obriga-nos a concluir que, muito embora, as agências de *rating* se tratem de pessoas coletivas privadas com um claro escopo lucrativo, procedem atribuições de tal forma relevantes que a legislação veio mesmo sujeitá-las a “*obrigações de serviço público*”. Na verdade, apesar de a presente atividade se encontrar fora do alcance do tradicional conceito de serviço público, ou até mesmo do mais recente conceito de “*serviços de interesse económico geral*”, a previsão de “*obrigações de serviço público*” relativamente às agências de *rating*, vem refletir a necessidade última de proteger os Estados e os seus cidadãos perante as consequências nefastas da dificuldade de obtenção de financiamento externo. Pelo que, necessário será concluir que estamos perante uma atividade privada que lida diretamente com o interesse público.

O que vem dito permite fundamentar a necessidade de regulação das agências de notação de risco. Mas, por outro lado, é a identificação de falhas de mercado dentro desta atividade, que vem adensar a necessidade de proceder à sua regulação.

Neste sentido, analisado o mercado de notação financeira, observa-se que este é dominado por “Três Grandes” agências, assente numa estrutura de oligopólio, no qual ocorrem diversos conflitos de interesses, provocados em grande medida pelo respetivo modelo de remuneração.

Em resultado desta constatação, o apelo à responsabilização destas sociedades de notação, veio conduzir à definição de uma tutela *ex ante*, através da qual os investidores ou emitentes podem exigir à agência de notação de risco uma indemnização pelos danos que a emissão de uma notação de risco, emitida com dolo ou negligência grosseira, e em violação das normas comunitárias, lhes tenha causado.

Como deixa antever a instituição deste direito de recurso pelas instituições comunitárias, a comunidade internacional e europeia reagiu e procedeu à regulação desta atividade. Deste modo, destaca-se no quadro internacional, a elaboração do Código de Conduta das Agências de Rating, pela IOSCO e a aprovação dos diplomas federais norte-americanos *Credit Rating Agency Reform Act* e *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

Já, no que concerne ao enquadramento regulamentar europeu, analisou-se de que forma o Regulamento n.º 1060/2009, de 16 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco (com as alterações introduzidas pelo Regulamento n.º 513/2011, de 11 de maio de 2011, e pelo Regulamento n.º 462/2013, de 21 de maio), veio solucionar os problemas *supra* identificados.

Entre algumas das principais medidas introduzidas, salientam-se a imposição da obrigação de registo das ANR e a criação da ESMA, a quem compete a responsabilidade das questões relacionadas com o registo e a supervisão permanente das agências de notação de risco registadas na UE.

Por seu turno, quanto à resolução de um dos fundamentais problemas identificados no cerne da atividade de notação financeira, realçamos a importância da proibição de prestação simultânea de serviços de consultadoria e notação e a definição de regras específicas quanto às relações entre os acionistas das ANR com outras agências, de modo a prevenir eventuais conflitos de interesses. Já, quanto ao problema da excessiva confiança e dependência das notações, importa frisar que se procedeu à instituição da obrigação para os investidores e para as instituições financeiras de procederem às suas próprias análises de

risco, prevendo-se, ainda, a eliminação de todas as referências a notações de risco com efeitos regulamentares inseridas na legislação europeia. Mais, no que concerne à metodologia e pressupostos de notação, passou a ser obrigatória a divulgação pública das metodologias utilizadas e a sua revisão periódica uma vez por ano.

Por último, e em particular quanto a proteção das dívidas soberanas e dos respetivos Estados, cumpre sublinhar o esforço empreendido pelas instituições europeias ao incentivar o aumento da transparência dos pressupostos subjacentes às notações soberanas, tendo em atenção as especificidades dos Estados e a imposição da revisão semestral das notações soberanas. Note-se que, quanto à sua divulgação, passou a ser proibido o anúncio de revisão de notações soberanas desacompanhadas de relatórios específicos por cada país, assegurando-se que a publicação destas notações só deverá ocorrer após o fecho das plataformas de negociação estabelecidas na UE e uma hora antes da sua abertura.

Não obstante sejam de louvar os esforços empreendidos pelas instituições europeias no desenho da regulação e supervisão das ANR, imperioso será concluir que novos adventos se avizinham. Não só porque problemas como o do modelo de financiamento das agências e o das infrações ao direito da concorrência ficaram por resolver, como pelos ecos que já se antecipam, clamando pela ascensão de uma agência pública europeia de notação de risco, responsável pela avaliação da qualidade creditícia da dívida soberana dos Estados-Membros. Crê-se, por isso, no reconhecimento categórico do indubitável interesse público subjacente à notação das dívidas soberanas, devolvendo às autoridades públicas, por mecanismos do direito internacional, a atividade de que as entidades privadas se apropriaram indevidamente.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALEXANDRE, Isabel & DINIZ, Ana

- 2011a “O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e o problema da qualidade e da necessidade das notações de risco: o caso particular da dívida soberana”, in *Revista do Ministério Público*, n.º 127, pp. 119-177.
- 2011b “O Regulamento (CE) n.º 1060/2009 e o problema da qualidade e da necessidade das notações de risco: o caso particular da dívida soberana”, in *Revista do Ministério Público*, n.º 128, pp. 9-82.

ALMEIDA, Margarida Azevedo

- 2010 *A Responsabilidade civil perante os investidores por realização defeituosa de relatórios de auditoria, recomendações de investimento e relatórios de notação de risco*, disponível em:
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/Artigo-1Cadernos36.pdf>
[consultado a janeiro de 2013].

BHATIA, Ashok Vir

- 2002 *Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation*, IMF Working Paper, WP/02/170, 2002, disponível em:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02170.pdf>
[consultado a 13 de outubro de 2012].

BONE, Rosemarie Bröker

- 2006 “Ratings soberanos e corporativos: mecanismos, fundamentos e análise crítica”, in *Perspectiva Econômica*, v. 2, n. 1, pp. 46-67.

BRUNER, Christopher M. & ABDELAL, Rawi

- 2005 *To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy*, disponível em:
<http://www.people.hbs.edu/rabdelal/to%20judge%20leviathan.pdf>
[consultado a dezembro de 2012].

CAETANO, Marcello

- 1980 *Manual de Direito Administrativo*, Tomo II, 9.ª Edição, Coimbra: Almedina.

CÂMARA, Paulo

- 2011 *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Coimbra: Almedina.

CANOTILHO, Gomes & MOREIRA, Vital

- 2010 *Constituição da República Portuguesa Anotada*, Volume II, 4.ª ed. revista, Coimbra: Coimbra Editora, p. 796.

CONFRARIA, João

- 2011 Regulação e Concorrência – Desafios do século XXI, 2.^a ed., Lisboa: Universidade Católica Editora.
- DEATS, Caleb
2010 *Talk that isn't cheap: does the first amendment protect credit rating agencies' faulty methodologies from regulation?*, disponível em:
http://www.columbialawreview.org/wp-content/uploads/2010/11/110-7_Deats.pdf
[consultado a 3 de novembro de 2012].
- DUAN, Jin-Chuan & LAEREB, Elisabeth Van
2012 *A public good approach to credit ratings – From concept to reality*, disponível em:
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S037842661200074X>
[consultado a 3 de março de 2013].
- EISENHARDT, Kathleen M.
1989 *Agency Theory: An Assessment and Review*, disponível em:
<http://classwebs.spea.indiana.edu/kenricha/Oxford/Archives/Oxford%202006/Courses/Governance/Articles/Eisenhardt%20-%20Agency%20Theory.pdf>
[consultado a 5 de maio de 2013].
- FEIO, Diogo & CARNEIRO, Beatriz Soares
2012 *O poder das agências*, 1.^a ed., Lisboa: Matéria-Prima Edições.
- FRADA, Manuel Carneiro da
2012 “Sociedades e notação do risco (rating) – A protecção dos investidores”, in *II Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, pp. 341-346.
- GAILLARD, Norbert
2012 *Remettre la notation financière à sa juste place*, disponível em:
http://www.institutmontaigne.org/fr/publications/remettre-la-notation-financiere-sa-juste-place-0#publication_content
[consultado a 1 de dezembro de 2012].
- GONÇALVES, Pedro
1999 “A concessão de Serviços Públicos”, Coimbra: Almedina.
- GONÇALVES, Pedro
2008 “Entidades privadas com Poderes Públicos”, 2.^a ed., Coimbra: Almedina.
- GOUVEIA, Rodrigo
2001 “Os serviços de interesse geral em Portugal”, *Direito Público e Regulação* 2, Coimbra: Coimbra Editora.
- GRAÇA, João Filipe
2012 *Agências de Notação de Risco*, disponível em:
http://www.fd.uc.pt/cedipre/pdfs/online/public_14.pdf
[consultado a 13 de outubro de 2012].

JR, John C. Coffee

2010 *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1650802
[consultado a 4 de novembro de 2012].

LAROSIÈRE, Jacques

2009 *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, disponível em:
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
[consultado a 2 de abril de 2013].

MINC, Alain

1995 *A embriaguez democrática*, Lisboa: Difel – Difusão Editorial, S.A.

MITNICK, Barry M.

1973 *Fiduciary Rationality and Public Policy: The theory of agency and some consequences*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1020859
[consultado a 16 de julho de 2013].

MONCADA, Luís Cabral

2012 *Manual Elementar de Direito Público da Economia e da Regulação*, Almedina.

MOREDO SANTOS, Hugo

2010 “A notação de risco e os conflitos de interesses”, *Conflito de interesses no Direito Societário e Financeiro*, Coimbra, Almedina, pp. 471-563.

MOREIRA, Vital & MARQUES, Maria Manuel Leitão

2008 *A mão visível – Mercado e Regulação*, Almedina.

MOREIRA, Vital

2004 “Estudos de Regulação Pública – I”, *Direito Público e Regulação 5*, Cedipre, Coimbra: Coimbra Editora.

MUNÓZ MACHADO, Santiago

2010 *Fundamentos e instrumentos jurídicos de la regulación económica*, Derecho de la regulación económica, Lustel.

PAGLIARI, Stefano,

2012 *Who Governs Finance? The Shifting Public-Private Divide in the Regulation of Derivatives, Rating Agencies and Hedge Funds*, disponível em:
<http://www.stefanopagliari.net/j1468-0386201100585x.pdf>
[consultado a 1 de abril de 2013].

PAIS, Sofia Oliveira

2011 *Entre Inovação e Concorrência em Defesa de Um Modelo Europeu*, Lisboa: Universidade Católica Editora.

PARTNOY, Frank

- 2009 *Rethinking regulation of credit rating agencies: an institutional investor perspective*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1430608
 [consultado a 17 de julho de 2013].

PETIT, Nicolas

- 2011 *Credit Rating Agencies, The Sovereign Debt Crisis and Competition Law*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1909910
 [consultado a 26 de janeiro de 2013].

PETITJEAN, Mikael

- 2012 *De l'(in)utilité des agences de notation*, disponível em:
<http://sites.uclouvain.be/econ/Regards/Archives/RE098.pdf>
 [consultado a 6 de janeiro de 2013].

PIANESI, Luigi

- 2011 *Le agenzie di "rating" tra Privatizzazione di funzioni pubbliche e opinion private "geneticamente modificate"*, disponível em:
http://www.academia.edu/1228035/Le_agenzie_di_rating_tra_privatizzazione_di_funzioni_pubbliche_e_opinioni_private_geneticamente_modificate
 [consultado a 15 de fevereiro de 2013].

REGULATORS, The Committee of European Securities

- 2008 *CERS's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance*, disponível em:
http://www.esma.europa.eu/system/files/CESR_08_277.pdf
 [consultado a 14 de janeiro de 2013].

SAMUELSON, Paul A. & NORDHAUS, William D.

- 1993 *Economia*, Décima Quarta Edição, McGraw-Hill.

SCHWARCZ, Steven L.

- 2002 *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267273
 [consultado a 30 de março de 2013].

SILVA, João Calvão da

- 2008 *Mercado e Estado: serviços de interesse económico geral*, Coimbra: Almedina.

SMITH, Roy C & WALTER, Ingo

- 2001 *Rating Agencies – Is There an Agency Issue?*, disponível em:
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294460
 [consultado a 4 de novembro de 2011].

Sousa, Alfredo de

1989 “Informação, Risco e Rating”, in *Revista da Banca*, n.º 11.

STAIKOURAS, Panagiotis K.

2012 *Theoretical and Empirical Review of the EU Regulation on Credit Rating Agencies: In Search of Truth, Not Scapegoats*, disponível em:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2042942

[consultado a 13 de outubro de 2012].

Sy, Amadou N. R.

2009 *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, disponível em:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09129.pdf>

[consultado a 27 de outubro de 2012].

TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS

2003 *Report on the activities of credit rating agencies*, disponível em:

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>

[consultado a 16 de julho de 2013].

TULLOCK, Gordon

2005 *Public Goods, Redistribution and Rent Seeking*, Cheltenham/Northampton: Edward Elgar Publishers.

VIDAL SANTOS, Delfim

2011 “As agências de notação de risco e a crise financeira planetária”, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano III, Número 1, Almedina, pp. 137-138.