Lusíada
Repositório das Universidades Lusíada

Universidades Lusíada

Faria, Diogo Afonso Gomes de, 2000-

O direito da regulação e as agências de notação financeira

http://hdl.handle.net/11067/8179

Metadados

Data de Publicação 2025

Resumo A presente dissertação procura, de modo crítico, analisar o papel das agências de notação financeira no contexto da regulação económica internacional, com particular ênfase no seu enquadramento jurídico e subsequentes desafios contemporâneos da sua atuação. Configurando-se por ponto de partida a constatação do papel central destas entidades nos mercados financeiros globais, a investigação desenvolve-se em torno de três eixos fundamentais: iniciando-se com uma abordagem histórico-conceptual quant...

This dissertation aims to provide a critical analysis of the role of credit rating agencies within the framework of international economic regulation, in particular on matters relating to their legal framework and to the contemporary challenges arising from their operations. Starting from the recognition of the critical role of these agencies on the global financial markets, the research unfolds along three main axes: starting from an historical and conceptual approach to the evolution and impor...

Palavras Chave Agências de notação financeira - Direito e legislação, Regulamentação do comércio externo, Estados Unidos - Política económica, Países da União Europeia - Política económica, China - Política económica

Tipo masterThesis

Revisão de Pares Não

Coleções [ULL-FD] Dissertações

Esta página foi gerada automaticamente em 2026-10-31T20:38:38Z com informação proveniente do Repositório

UNIVERSIDADE LUSÍADA

FACULDADE DE DIREITO

Mestrado em Direito

O direito da regulação e as agências de notação financeira

Realizado por:
Diogo Afonso Gomes de Faria

Orientado por:
Professora Doutora Rute Neto Cabrita e Gil Saraiva

Constituição do Júri:

Presidente:	Professor Doutor José Alberto Rodríguez Lorenzo González
Orientadora:	Professora Doutora Rute Neto Cabrita e Gil Saraiva
Arguente:	Professor Doutor Vasco António Branco Guimarães

Dissertação aprovada em: 08 de julho de 2025

Lisboa

2025

UNIVERSIDADE LUSÍADA

FACULDADE DE DIREITO

Mestrado em Direito

O direito da regulação e as agências de notação financeira

Diogo Afonso Gomes de Faria

Lisboa

Abril 2025

UNIVERSIDADE LUSÍADA

FACULDADE DE DIREITO

Mestrado em Direito

O direito da regulação e as agências de notação financeira

Diogo Afonso Gomes de Faria

Lisboa

Abril 2025

Diogo Afonso Gomes de Faria

O direito da regulação e as agências de notação financeira

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade Lusíada para a obtenção do grau de Mestre em Direito.

Área científica: Ciências Jurídico-Empresariais

Orientadora: Professora Doutora Rute Neto Cabrita e Gil Saraiva

Lisboa

Abril 2025

FICHA TÉCNICA

Autor Diogo Afonso Gomes de Faria

Orientadora Professora Doutora Rute Neto Cabrita e Gil Saraiva

Título O direito da regulação e as agências de notação financeira

Local Lisboa

Ano 2025

CASA DO CONHECIMENTO DA UNIVERSIDADE LUSÍADA - CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO

FARIA, Diogo Afonso Gomes de, 2000-

O direito da regulação e as agências de notação financeira / Diogo Afonso Gomes de Faria; orientado por Rute Neto Cabrita e Gil Saraiva. - Lisboa : [s.n.], 2025. - Dissertação de Mestrado em Direito, Faculdade de Direito da Universidade Lusíada.

I – SARAIVA, Rute Neto Cabrita e Gil, 1974-

LCSH
1. Agências de notação financeira - Direito e legislação
2. Regulamentação do comércio externo
3. Estados Unidos - Política económica
4. Países da União Europeia - Política económica
5. China - Política económica
6. Universidade Lusíada. Faculdade de Direito - Teses
7. Teses - Portugal - Lisboa

1. Rating agencies (Finance) - Law and legislation
2. Trade regulation
3. United States - Economic policy
4. European Union countries - Economic policy
5. China - Economic policy
6. Universidade Lusíada. Faculdade de Direito - Dissertations
7. Dissertations, academic - Portugal - Lisbon

LCC
1. K1114.7.F37 2025

AVISO LEGAL

O conteúdo desta dissertação reflete as perspetivas, o trabalho e as interpretações do autor no momento da sua entrega. Esta dissertação pode conter incorreções, tanto conceptuais como metodológicas, que podem ter sido identificadas em momento posterior ao da sua entrega. Por conseguinte, qualquer utilização dos seus conteúdos deve ser exercida com cautela. Ao entregar esta dissertação, o autor declara que a mesma é resultante do seu próprio trabalho, contém contributos originais e são reconhecidas todas as fontes utilizadas, encontrando-se tais fontes devidamente citadas no corpo do texto e identificadas na secção de referências. O autor declara, ainda, que não divulga na presente dissertação quaisquer conteúdos cuja reprodução esteja vedada por direitos de autor ou de propriedade industrial.

Dedicatória

Aos meus pais, Adelino e Susana, e à minha irmã, Francisca – por todo o apoio e oportunidades que me deram.

À minha Bia, a luz dos meus dias – pelas centenas de horas roubadas e pelo apoio incondicional que sempre me deu.

A Deus – pela força e companhia em todos os momentos.

"There's a starman waiting in the sky,
He's told us not to blow it 'cause he knows it's all worthwhile"

- David Bowie

Agradecimentos

Seria impossível, em tão poucas palavras, agradecer a todos aqueles que, de uma forma ou de outra, com um impacto mais ou menos profundo (e mais ou menos positivo), marcaram o meu percurso pessoal e académico, contribuindo de forma direta para que hoje, findados mais de seis anos desde o início do meu percurso académico no ensino superior, fosse alcançada esta tão importante etapa da jornada do conhecimento – a obtenção do grau de Mestre.

Este caminho percorrido, por mais longo e penoso que possa ter sido, marca-me pelas diversas lições retidas tanto de um ponto de vista da aquisição de conhecimento académico, como de um ponto de vista pessoal – constitui-se, assim, como uma das mais profundas manifestações até hoje obtidas no que concerne ao poder do esforço e da resiliência no exercício do nosso trabalho enquanto cidadãos – fica deste caminho uma marca que, ainda que pequena num oceano de conhecimento, representa o contributo de um trabalho prolongado e exigente, mas profundamente gratificante, na criação de conhecimento científico.

Agradeço, assim, a todos aqueles que me acompanharam de perto durante este caminho, em particular aos meus pais, Adelino e Susana, à minha irmã, Ana Francisca, e à minha companheira de todos os dias, Sara Beatriz, que, em conjunto, contribuíram de modo direto e significativo para que, mesmo nos momentos mais duros, o foco, o esforço, a motivação e a dedicação perseverassem apesar de todos os obstáculos enfrentados; a todos os meus familiares e amigos, em particular aos meus padrinhos, Marta e Alberto, e ao Vasco, ao Francisco e ao João que, sendo demasiados para enumerar, me acompanharam nesta longa jornada, trazendo luz aos momentos mais escuros; à minha tia, Quina, e à minha avó, Lucinda, por terem moldado profundamente aquele pequeno menino, curioso e criativo, na pessoa em que hoje se tornou; à minha tia e primo, Carolina e José, pelo modo como calorosamente me acolheram ao longo destes anos, abrindo portas para a realização deste percurso no ensino superior; à minha orientadora, Rute, pela paciência e dedicação total, tendo sempre procurado garantir que esta dissertação permanecesse plenamente alinhada com os imprescindíveis princípios de rigor e profundidade científica. Sem a presença destas (e de tantas outras) pessoas, não seria possível ter trilhado este longo percurso. Como escreveu *José Mário Branco, "eu vim de*

longe, de muito longe, o que eu andei para aqui chegar” – talvez assim, com esta dissertação, seja então possível, pelo menos em parte, continuar este caminho.

Resumo

A presente dissertação procura, de modo crítico, analisar o papel das *agências de notação financeira* no contexto da regulação económica internacional, com particular ênfase no seu enquadramento jurídico e subsequentes desafios contemporâneos da sua atuação. Configurando-se por ponto de partida a constatação do papel central destas entidades nos mercados financeiros globais, a investigação desenvolve-se em torno de três eixos fundamentais: iniciando-se com uma abordagem histórico-conceptual quanto à evolução e importância destas *agências* como intervenientes mitigadores de *assimetrias informativas*, segue-se uma análise comparada dos modelos regulatórios implementados na *União Europeia*, nos *Estados Unidos da América* e na *República Popular da China* e, por fim, reflete-se quanto aos desafios emergentes dos mais recentes desenvolvimentos tecnológicos e quanto a perspetivas de reforma futura do setor. Identifica-se, nesta dissertação, a natureza estruturalmente ambígua do setor (pela dicotomia entre a sua natureza privada e os efeitos públicos da sua atuação), reconhecendo-se a reconfiguração dos atuais paradigmas regulatórios como nuclear à construção de um sistema mais robusto, transparente e alinhado com o interesse público.

Abstract

This dissertation aims to provide a critical analysis of the role of *credit rating agencies* within the framework of international economic regulation, in particular on matters relating to their legal framework and to the contemporary challenges arising from their operations. Starting from the recognition of the critical role of these agencies on the global financial markets, the research unfolds along three main axes: starting from an historical and conceptual approach to the evolution and importance of these agencies as key actors in mitigating *information asymmetry*, a comparative analysis of the regulatory models implemented in the *European Union*, the *United States of America* and *People's Republic of China* follows, concluding with a reflection on the emerging challenges posed by recent technological developments, along with prospects for future reform of the sector. This dissertation identifies the structurally ambiguous nature of the sector (marked by the dichotomy between its private nature and public effects of its actions), acknowledging that a reconfiguration of the current regulatory paradigms constitutes an essential step for the construction of a more robust, transparent and publicly accountable system.

Lista de Abreviaturas e Siglas

ABS – Asset-Backed Securities

CBRC – Comissão Reguladora Bancária da China

CDO - Collateralized Debt Obligations

CDS - Credit Default Swap

CPDO - Constant Proportion Debt Obligation

CSRC – Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China

CRARA - Lei de Reforma das Agências de Notação de Crédito [Credit Rating Agency Reform Act]

Dodd-Frank - Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção do Consumidor [Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act]

DOJ - Department of Justice of the United States

ESMA - Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados [European Securities and Markets Authority]

EU / UE - União Europeia

EUA - Estados Unidos da América

FCIC - Financial Crisis Inquiry Commission

FDIC - Federal Deposit Insurance Corporation

FSB - Financial Stability Board.

G20 - Grupo dos 20

IA / AI - Inteligência Artificial

IOSCO - Organização Internacional de Valores Mobiliários [International Organization of Securities Commissions]

MBS - Mortgage-Backed Securities

NRSRO – Agência de Rating Estatístico Nacionalmente Reconhecida [*Nationally Recognized Statistical Rating Organization]*

OCC - Office of the Comptroller of the Currency

OCR - Office of Credit Ratings

OTS - Office of Thrift Supervision

PBOC – Banco Popular da China

PCC – Partido Comunista Chinês

RGPD - Regulamento Geral de Proteção de Dados

SEC - U.S. Securities and Exchange Commission

Índice

I. Introdução …… 14

a. Apresentação do objeto de investigação …… 16

b. Justificação da relevância e atualidade do tema …… 18

c. Metodologia da investigação …….. 19

II. Fundamentação histórico-económica das agências de notação financeira ……. 21

a. As origens da notação financeira …… 21

b. A função e importância das agências de notação financeira …….. 25

i. Assimetrias informativas e mercados ……..…….. 27

ii. Teoria da agência …… 33

III. Enquadramento Regulatório …… 38

a. Recorte conceptual de agência de notação financeira …… 38

i. Estrutura setorial das agências de notação financeira …. 41

b. Regulação económica e os seus fundamentos ……...……. 48

c. Análise comparativa das abordagens regulatórias do setor …… 57

i. Regulação nos *Estados Unidos da América* …… 59

ii. Regulação na *União Europeia* …… 74

iii. Regulação na *República Popular da China* …… 83

iv. Comparação analítica entre os modelos de regulação … 90

d. Objetivos e desafios da regulação do setor ……...……. 94

i. Responsabilidade, transparência e impacto nos mercados . 95

ii. A proteção do investidor ……..…….. 100

e. Reforma regulatória do setor ……..……... 104

i. Reforma ou Reação? Avaliação crítica das reformas *pós-crise* no setor da notação financeira …… 105

ii. Coordenação e cooperação internacional na regulação do setor …… 109

IV. Desafios Emergentes e Futuro do Setor …….. 111

a. A inovação tecnológica e a regulação do setor ……... 112

i. A Inteligência Artificial …….. 115

ii. O crescimento da *Big Data* ……. 118

b. Respostas do Direito da Regulação às dinâmicas do mercado …….. 121
i. A extraterritorialidade do Direito no setor da notação financeira ……... 124
c. Perspetivas relativas à futura reforma regulatória do setor . 128
V. Conclusão …… 131
VI. Bibliografia e Referências ……... 138

I. Introdução

A crescente sofisticação dos mercados financeiros, aliada a sucessivas crises económicas de escala global ao longo das passadas décadas, revelara de forma inequívoca o modo como o funcionamento do sistema financeiro contemporâneo se configura como dependente não apenas da liberdade dos seus agentes, mas sobretudo dos padrões de robustez dos mecanismos de regulação que os enquadram. No decurso da minha formação académica em *Direito* e, em particular, por via do aprofundamento autónomo de temas assentes nas interseções entre o *Direito da Regulação* e os sucessivos fenómenos económico-financeiros, torna-se então evidente o modo no qual um dos pilares menos escrutinados (ainda que, estruturalmente, mais decisivos) da arquitetura financeira internacional reside na atuação das *agências de notação financeira*. Estas entidades, que assumem uma posição de autoridade informal no ecossistema global, exercem funções ao influenciar de modo direto o acesso ao crédito, à alocação de capital e, ainda, em última instância, a estabilidade internacional; assim, ainda que a sua atividade esteja configurada em termos formais como privada (e, consequentemente, estando inserida numa lógica concorrencial), esta traduz-se na produção de classificações representativas de implicações públicas profundas, em particular no que concerne a contextos de instabilidade. Neste quadro, emerge uma tensão estrutural entre a natureza mercantil das *agências de notação financeira* e os efeitos normativos das suas decisões, constituindo-se esta ambivalência como um profundo desafio aos modelos tradicionais de supervisão, neutralidade e responsabilidade institucional.

A escolha deste tema como objeto de estudo nasce, assim, da convicção de que a correta compreensão do papel das *agências de notação financeira* (e, acima de tudo, do modo como estas são ou não reguladas) constitui-se como uma chave essencial para qualquer esforço sério de reforma do sistema financeiro internacional; a dissertação parte, assim, da constatação de que as falhas na atuação destas *agências* foram nucleares à génese de múltiplas crises sistémicas (nomeadamente, a *crise financeira de 2007-2008*) e que, apesar dos sucessivos esforços e iniciativas legislativas no rescaldo destas crises, subsiste ainda uma profunda dissonância entre o poder efetivo das *agências* e os mecanismos jurídicos disponíveis para assegurar a sua responsabilização. Neste sentido, por força desta dissertação propõe-se uma análise crítica do regime jurídico aplicável às *agências de notação financeira*, tanto numa perspetiva interna (com particular ênfase nas

iniciativas da *União Europeia*), como numa ótica de *Direito Comparado* (com particular ênfase aos modelos *norte-americano* e *chinês*), procurando-se identificar as falhas estruturais que afetam o setor, por um lado, assim como os limites dos mecanismos atuais de regulação e, ainda, os desafios colocados pela *revolução tecnológica* em curso; a abordagem adotada assume, portanto, uma matriz multidisciplinar e crítica, procurando-se a incorporação não apenas de elementos dogmáticos do *Direito da Regulação*, mas também perspetivas provenientes da economia política, da teoria institucional e das transformações tecnológicas.

I.a. Apresentação do Objeto de Investigação

A crescente centralidade das *agências de notação financeira* nos mercados globais impõe, hoje, uma reflexão que ultrapassa os limites da sua função técnica enquanto avaliadoras de risco. A sua atuação, embora apresentada como sendo isenta e objetiva, tem vindo a revelar-se como um vetor estruturante na definição do valor económico, na alocação de recursos e na estabilidade dos próprios sistemas financeiros; esta influência, muitas vezes exercida à margem de um escrutínio público proporcional ao impacto que estas *agências* representam, estabelece a exigência por um esforço de análise que tenha em consideração não apenas a arquitetura normativa em vigor, mas também as raízes históricas, os modelos institucionais e os desafios emergentes associados à regulação setorial. Neste sentido, esta dissertação assumirá como seu ponto de partida o reconhecimento de que as *agências de notação financeira* se encontram numa posição ambígua: são estas entidades privadas (e, assim, com fins lucrativos), sem que deixem, no entanto, de exercer uma função altamente condicionante do interesse público.

Com base nesta ambivalência, a investigação desenvolve-se em torno de três eixos fundamentais – inicialmente, propõe-se esta a proporcionar uma leitura histórica e conceptual das origens e evolução das *agências de notação financeira*, procurando-se deste modo a compreensão de como estas evoluíram de simples prestadoras de serviços técnicos a atores verdadeiramente centrais à *governance* económica global; ainda neste eixo, são abordadas também as questões associadas aos conceitos de *assimetria informativa* e *teoria da agência*, configurando-se estes como fundamentos teóricos justificativos (mas, também, problematizadores) da relevância atribuída a estas *agências*. Num segundo momento, deverá proceder-se ao enquadramento regulatório e, em seguida, a uma análise comparada dos principais modelos regulatórios (em particular, da *União Europeia*, dos *Estados Unidos da América* e da *República Popular da China*), procurando-se identificar não apenas as divergências técnicas verificadas como, ainda, as visões concorrentes quanto à soberania regulatória e modelo de mercado que estas corporizam; serão, aqui, identificados os principais objetivos e desafios da regulação do setor (nomeadamente, a promoção da transparência, a proteção do investidor e a mitigação dos efeitos adversos sobre os mercados), identificando-se ainda as reformas legislativas decorrentes da *crise financeira de 2007-2008* e os mecanismos de cooperação internacional enquanto tentativas de resposta às falhas anteriormente identificadas. Por

fim, num terceiro momento, serão salientados os desafios emergentes e o futuro do setor, prestando-se um foco particular à integração de novas tecnologias (vg. a *Inteligência Artificial* e a *Big Data*) nas metodologias de *rating* e, consequentemente, no modo como tais transformações levam à exigência de uma reconfiguração profunda dos mecanismos jurídicos clássicos; ainda, neste eixo, é pertinente abordar a questão da *extraterritorialidade* do *Direito*, refletindo-se sobre a crescente fragmentação normativa e os conflitos de soberania entre jurisdições, assim como quanto a propostas de reforma estrutural do setor (através, nomeadamente, de reflexões quanto à criação de *agências de notação financeira* de natureza pública ou, ainda, da possibilidade de adoção de modelos híbridos de financiamento). Por via desta investigação, assente numa abordagem crítica e comparativa, pretende-se um contributo sólido para o debate quanto à capacidade (ou, eventualmente, incapacidade) do *Direito* no acompanhamento das evoluções dinâmicas da economia contemporânea, questionando-se a legitimidade, os limites e o potencial transformador da regulação das *agências de notação financeira* no *Século XXI*.

I.b. Justificação da Relevância e Atualidade do Tema

Ao longo da história económica contemporânea, as agências de notação financeira desempenharam um papel fundamental na regulação da economia de mercado global. Estabelecendo-se, desde logo, como um setor de avaliação qualitativa do investimento financeiro, é por força da sua atividade que o investidor, seja este de retalho ou profissional, consegue determinar de forma credível e imediata o risco decorrente de um determinado instrumento financeiro, tendo uma influência direta na atividade dos mercados. Aparente fica, portanto, a grande influência que as suas operações exercem no comportamento dos mercados, assim como o facto de que, apesar da sua intervenção indireta nas condutas dos agentes financeiros, apresenta-se esta atividade como de especial importância e responsabilidade pela confiança depositada pelo investidor médio na veracidade e precisão das conclusões destas agências.

Não obstante, eventos históricos já referidos (como a *Crise Financeira de 2007-2008*) tornam nítidos os potenciais efeitos nefastos da sua regulação insuficiente. A necessária autonomia do setor no exercício das suas operações, quando suplantada por um elevado grau de arbitrariedade na classificação do risco, traduz-se em efeitos catastróficos no funcionamento do mercado financeiro – tal como os demais agentes do mercado, também as agências de notação financeira se revelam expostas aos vícios decorrentes da atividade desenfreada das economias livres, pelo que se afigura como fundamental um profundo esforço de regulação no sentido de mitigar as suas deficiências. Em contrapartida, também a sobreregulação poderá, em certas ordens jurídicas, configurar-se como um obstáculo direto ao bom funcionamento, eficiência e eficácia destas agências, pelo que este fenómeno carece de escrutínio e análise académica. Assim, urge realizar uma extensa e profunda avaliação das normas reguladoras do setor, assim como, eventualmente, procurar repensar, com base nas experiências de ordens jurídicas com características substancialmente distintas da nossa, a atual estruturação do setor como um todo.

Como contraponto, é ainda pertinente analisar, utilizando o modelo da *República Popular da China*, uma hipotética nacionalização do setor de notação financeira como um todo, estudando os efeitos práticos, assim como os principais vícios, verificados na experiência *chinesa*.

I.c. Metodologia da Investigação

No que concerne à metodologia de investigação adotada no desenvolvimento desta dissertação, procurar-se-á adotar um modelo de investigação não apenas de índole teórica, mas também de índole prática e multidisciplinar. Esta opção de investigação pretende, por um lado, analisar os sucessivos progressos na pesquisa académica relativa à regulação deste setor (que, pela sua natureza, se configura como fundamental ao correto funcionamento do sistema económico de mercado), permitindo uma ampla avaliação quer dos desenvolvimentos académicos, quer das nuances doutrinárias e dogmáticas existentes no paradigma da sua regulação. Por outro lado, complementa-se esta metodologia com a introdução de elementos de índole multidisciplinar (nomeadamente, no que concerne à análise de conceitos e conclusões provenientes de outras áreas de conhecimento, nomeadamente a *economia*) como meio de analisar os efeitos práticos da aplicação dos sistemas de regulação do setor e com o fim de corretamente identificar as grandes falhas dos principais modelos teóricos, com especial ênfase para os setores de notação financeira dos mercados *norte-americano*, *europeu* e *chinês*.

Para este fim, a dissertação pretende, numa fase inicial, identificar os principais marcos da história do setor da notação financeira, procurando entender as razões históricas que culminaram na sua origem; ainda no contexto histórico, procurar-se-á igualmente entender a história da regulação deste setor, identificando os principais esforços normativos até ao modelo de regulação contemporâneo. Em seguida, procurar-se-á atribuir especial ênfase aos grandes desenvolvimentos da teoria regulatória do setor a nível internacional, identificando as principais características das normas regulatórias atualmente vigentes nas já referidas ordens jurídicas. Ainda nesta fase, a investigação procurará identificar as principais propostas na reforma dos diversos sistemas de regulação das agências de notação financeira e as potenciais implicações da sua aplicação. Finalizando esta fase da investigação académica, procurar-se-ão analisar os efeitos práticos da intervenção regulatória nos mercados, identificando, por um lado, os impactos da ação regulatória não apenas ao nível do investidor, como também ao nível do mercado financeiro como um todo. Em seguida, buscar-se-á identificar as principais falhas dos esforços normativos à luz das normas vigentes do direito da regulação. Em ambos os momentos, pretende-se recorrer à análise comparativa do Direito da Regulação das Agências de Notação Financeira nos principais ordenamentos jurídicos da economia

global, identificando as lacunas e virtudes de cada opção legislativa. Por fim, procurar-se-á analisar as perspetivas de evolução da regulação do setor à luz das mais recentes inovações financeiras e tecnológicas, esperando-se estabelecer, com base nos mais recentes desenvolvimentos legislativos, uma base hipotética para os futuros desenvolvimentos na regulação deste setor.

II.a. Fundamentação Histórico-económica das Agências de Notação Financeira

II.a. As Origens da Notação Financeira

Apesar do papel crucial das Agências de Notação Financeira nos mercados financeiros contemporâneos, sabemos que tal nem sempre se verificou. Tal como definem *García Alcubilla* e *Ruiz del Pozo* na obra *Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation*, a ascensão dos mercados financeiros e do modelo de organização capitalista da economia precedeu, por vários séculos, o estabelecimento dos sistemas primitivos de notação financeira. Veja-se que, já no século XVII, países como a *República dos Sete Países Baixos Unidos* tinham já estabelecido alicerces aos sistemas de organização financeira contemporâneos (incluindo tais sistemas, nomeadamente, mercados de valores mobiliários e sistemas bancários centralizados). Por consequência dos desenvolvimentos financeiros nos *Países Baixos*, outras nações do globo, tais como o *Reino de Inglaterra* e, posteriormente à declaração de independência, também os *Estados Unidos da América* originaram e desenvolveram mercados de valores nas principais regiões dos seus territórios. É possível, assim, concluir que a atividade da notação financeira não constitui um aspeto fundamental ao funcionamento das economias de pendor capitalista, mas antes um desenvolvimento posterior com vista à regulação dos mercados e à mitigação dos seus vícios (nomeadamente, como veremos posteriormente, no que concerne à *assimetria da informação*).

Entendendo-se a atividade da notação financeira como uma evolução posterior do sistema financeiro, é ainda pertinente procurar entender as suas origens face ao panorama económico vivido. A evolução dos mercados financeiros, sobretudo nos *Estados Unidos da América*[1], foi moldada por necessidades económicas específicas (vg. financiamento de projetos de infraestrutura de grande dimensão, tais como ferrovias), tornando clara a necessidade de padronização das informações relativas aos emissores. Este crescimento criou condições para a emergência de instituições precursoras das *Agências de Notação*

[1] Na Europa, os mercados de dívida estavam ainda, em grande parte, concentrados na emissão de títulos soberanos por governos nacionais. Por contraponto, os *Estados Unidos*, que desde cedo recorreram ao setor privado para o desenvolvimento de grandes projetos de infraestrutura, desenvolveram um mercado de dívida corporativa para permitir o financiamento, nomeadamente, da expansão do setor ferroviário.

Financeira, que vieram a desempenhar um papel crucial na organização das informações financeiras disponíveis.

Dentro dos diversos precursores destas agências, é possível identificar três instituições que se apresentam como antecedentes diretos – primeiro, as *Agências de Informações de Crédito*, que surgem como meio de resposta às necessidades dos investidores em obter informações padronizadas sobre projetos e empresas; de seguida, são também tidas como antecessoras diretas as *Publicações Especializadas*, que emergem pela necessidade de obter informações detalhadas e sistemáticas sobre determinadas organizações (com génese nas empresas ferroviárias, que se constituem como as primeiras grandes empresas); por fim, também os *Banqueiros de Investimento* desempenharam um papel crucial na precursão das Agências de Notação Financeira, ao atuar como intermediários financeiros na emissão de títulos a grande escala, exigindo um maior grau de transparência das empresas emissoras.

Relativamente às *Agências de Informações de Crédito*, temos que estas surgem nos *Estados Unidos da América*, no decorrer do século XIX, como resposta à expansão dos mercados e ao aumento do volume e complexidade das transações comerciais. Antes do surgimento destas agências, as informações sobre os devedores eram exclusivamente obtidas por intermédio de contactos pessoais ou de cartas de recomendação, método este progressivamente incompatibilizado com a *economia de escala*. Com o crescimento da economia e com a crescente dispersão geográfica das operações económicas, estes métodos tornaram-se insuficientes para responder às necessidades dos credores. Um exemplo histórico deste precursor às Agências de Notação Financeira é a *Dun & Bradstreet* que, tendo sido formada a partir da fusão de duas agências precursoras[2], constituiu-se como uma das primeiras a sistematizar, a padronizar e a distribuir informações comerciais, o que veio a promover o desenvolvimento de padrões de transparência nos mercados (mitigando os problemas da *assimetria informativa*) e de princípios para a avaliação de crédito que, por consequência, foram posteriormente ampliados pelas agências de notação financeira. Como salienta *Rowena Olegario*[3], estas agências permitiram o acesso por parte dos credores a informações detalhadas sobre a

[2] *Mercantile Agency* e *R.G. Dun Company*

[3] OLEGARIO, Rowena, "Credit Reporting Agencies: A Historical Perspective", "Credit Reporting Systems and the International Economy", Cambridge, The MIT Press, 2003

capacidade de pagamento dos devedores, o que veio a contribuir para a estabilidade dos mercados financeiros em expansão.

Ainda sobre as operações e funcionamento destas agências, podemos identificar duas características fundamentais: por um lado, estas agências operavam pela coleta e posterior distribuição de informações – isto é, as agências procuravam reunir e agregar dados sobre a capacidade de crédito e situação financeira das empresas, comercializando a informação agregada aos respetivos subscritores (e, ainda, procuravam fornecer análises económicas locais, assim como previsões genéricas de mercado); por outro lado, estas agências estruturavam-se em rede – isto é, de modo a permitir a ampla cobertura do território na qual operavam, estas agências adotaram um sistema de operações primordialmente descentralizado, no qual filiais locais recebiam relatórios dos seus correspondentes e que, apenas posteriormente, seriam estes dados centralizados na sede para análise e divulgação. A descentralização das operações constitui-se, portanto, como mecanismo essencial para lidar com os desafios geográficos dos *EUA* no decorrer do século XIX, fator destacado por *James Norris*[4] ao documentar o papel das agências de informações de crédito na consolidação das redes locais de correspondência para a recolha de informações.

Outro dos grandes precursores das agências de notação financeira foi a criação de *Publicações Especializadas*, derivada da ascensão das grandes empresas e, por consequência, da necessidade crescente por informações detalhadas e sistemáticas sobre estas organizações. Estas publicações surgem, portanto, no sentido de atender à procura dos investidores, procurando padronizar as informações disponíveis aos investidores e fornecendo análises e relatórios financeiros mais detalhados sobre empresas e setores económicos. Dentro deste grupo, podemos destacar o *American Railroad Journal* (que, fundado em 1832, constituiu-se como uma das primeiras publicações dedicadas a um setor económico específico), o *Poor's Manual of the Railroads of the United States* (que, a partir de 1868, procurou compilar anualmente um conjunto de informações operacionais e financeiras das principais ferrovias americanas, permitindo aos investidores o acompanhamento do desempenho das empresas) e o *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities* (criado em 1900 e constituindo-se como um compêndio abrangente de diversas informações e dados estatísticos sobre ações e títulos de empresas

[4] NORRIS, James D., "R G. Dun & Co., 1841-1900 - The Development of Credit Reporting in the Nineteenth Century", Westport, Greenwood Press, 1978

dos mais diversos setores, entre os quais as indústrias bancária, de manufatura e de mineração. Mais tarde, em 1909, foi ainda introduzida a análise de valores mobiliários, criando-se o primeiro sistema de classificação com recurso a letras que, como se sabe, foi posteriormente adaptado às práticas das agências de notação financeira). De acordo com *Timothy Sinclair*[5], foram publicações tais como o *Poor's Manual* e o *Moody's Manual* que desempenharam um papel crucial no que concerne à transição para os sistemas de notação financeira contemporâneos, uma vez que estabeleceram os primeiros padrões de transparência e de qualidade na avaliação de ativos financeiros.

Por fim, identifica-se como terceiro grande precursor das agências de notação financeira os *Banqueiros de Investimento* que, pela ação como intermediários financeiros na emissão em grande escala de títulos, vieram a desempenhar um papel crucial no desenvolvimento dos mercados financeiros e, por consequência, estabeleceram padrões mais exigentes de transparência pelas empresas emissoras, tendo inclusivamente contribuído de forma significativa para o desenvolvimento do setor ferroviário nos *Estados Unidos da América* (ao facilitar o acesso a financiamento por parte das empresas do setor, permitindo a rápida expansão das suas infraestruturas). Estes agentes, consequentemente, estabeleceram as bases para a certificação de crédito contemporânea, que progressivamente passou a ser desempenhada pelas agências de notação financeira modernas pela sua maior capacidade de fornecer informações imparciais aos investidores.

Relativamente aos *Banqueiros de Investimento*, podemos identificar duas características principais – primeiramente, estes desempenhavam um papel como garantes de qualidade dos títulos emitidos por governos e empresas, uma vez que assumiam o risco na subscrição destes títulos (e constituindo-se a própria reputação dos agentes como uma forma de "garantia implícita" da qualidade dos instrumentos financeiros emitidos); depois, como parte do processo de subscrição, estes banqueiros frequentemente exigiam aos emissores de títulos a divulgação de informação detalhada relativamente ao seu desempenho financeiro, ativos e passivos, estabelecendo os alicerces para a formalização da análise de crédito pelas atuais agências de notação financeira.[6]

---

[5] SINCLAIR, Timothy J., "The New Masters of Capital – American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness", Nova Iorque, Cornell University Press, 2005

[6] GARCÍA ALCUBILLA, Raquel, et al., "Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation", 1ª Edição, Oxford, Oxford University Press, 2012

II.b. A função e importância das agências de notação financeira

As agências de notação financeira desempenham um papel fundamental no que concerne à mitigação dos problemas inerentes aos mercados financeiros, sendo tal particularmente visível nas questões relativas às assimetrias informativas e custos de transação. Tal é salientado, desde logo, por *Frada*[7], que identifica como principal função destas agências a redução das *"assimetrias do conhecimento que importariam custos de transação apreciáveis dos seus participantes"*[8] e, por consequência, a constituição de um *"importante fator de dinamização do mercado de capitais"*, na medida em que a atribuição de uma classificação codificada e sintética (recorrendo a escalas padronizadas, vg. *AAA, BBB*) dos diversos instrumentos financeiros e agentes do mercado contribui para a diminuição dos custos de transação num vasto conjunto de operações nas quais não se constituem como partes diretas, o que dota os mercados de um grau elevado de funcionalidade e de transparência que, segundo o autor, se revela como crucial fase à crescente globalização dos mercados financeiros. Assim, é possível alcançar uma simplificação significativa das avaliações de produtos financeiros e participantes dos mercados, reduzindo-se o nível de complexidade destas avaliações e permitindo a comparação direta e racional de diversos produtos por aquele que, pela vasta disponibilização de produtos diversos nos mercados globais, *"não tem, no mercado de capitais, possibilidade realista de obter e calibrar, em tempo útil, a informação para o efeito necessária*". O autor salienta ainda que, para determinados investidores institucionais com regras rígidas quanto à sua *exposição* a riscos financeiros, a atividade das agências de notação financeira permite que apenas ativos de *grau de investimento* (em contraposição aos ativos de *grau especulativo*) sejam detidos pelos respetivos fundos, permitindo a clara identificação da degradação qualitativa de um determinado investimento e, por consequência, a sua sucessiva venda (estando presentes, muitas vezes,

[7] FRADA, Manuel Carneiro da, "A Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco (rating): ensaio de construção dogmático-crítica", Coimbra, Almedina, 2018

[8] Segundo o autor, a redução destas assimetrias do conhecimento resulta na redução de despesas e de custos em especial para o investidor que, procurando *"informação percetível, condensada e clara, sobre a capacidade ou a perspetiva de certas entidades solverem os seus compromissos, ou acerca da qualidade dos direitos e posições inerentes a determinados instrumentos financeiros colocados à sua disposição"*, consegue recorrer aos *ratings* destas agências

cláusulas *rating-trigger*, estabelecidas precisamente com vista a salvaguardar as referidas circunstâncias).

Para procurar entender a evolução deste tipo de instituições enquanto instrumentos para a certificação de qualidade de ativos, podemos procurar compreender tais desenvolvimentos à luz de dois alicerces teóricos – por um lado, através da compreensão da *Teoria da Assimetria Informativa* e, por outro, através da compreensão da *Teoria da Agência*.

II.b.i. Assimetrias informativas e mercados

Uma das principais funções das *agências de notação financeira* é precisamente a de procurar eliminar (ou reduzir significativamente) as *assimetrias informativas* no mercado. Ora, estas assimetrias informativas surgem quando estamos perante situações nas quais uma das partes de uma relação contratual está na posse de um maior leque de informações do que a outra, originando desequilíbrios que afetam a eficiência do funcionamento dos mercados. Este conceito, que se configura como central para entender as dinâmicas dos mercados financeiros, foi explorado de forma ampla por *George Akerlof*, no conhecido *paper "The Market for Lemons"*[9], no qual são demonstrados os efeitos nocivos de fatores como a falta de informação sobre a qualidade de produtos (levando, nomeadamente, ao efeito de *seleção adversa*). Nos mercados financeiros, esta falta de informação torna-se de particular relevo quando aplicada aos títulos de crédito e aos emissores de títulos corporativos, uma vez que resultam na incerteza por parte dos investidores relativamente à solvência dos emissores. Segundo *Pateira Ferreira et al.*[10], a assimetria de informação pode assumir-se de duas distintas formas – por um lado, esta pode assumir-se sob a forma de *informação escondida*, no sentido em que ocorre quando *"os agentes económicos envolvidos numa determinada relação detêm informação diferenciada no momento anterior ao estabelecimento de um acordo, o que influencia a forma como aceitam os termos desse acordo, promovendo a adoção de posições prudentes face ao risco que levam a uma "seleção adversa" dos recursos utilizados"*, mas também sob a forma de *ação escondida*, correspondendo neste caso à adoção de *"comportamentos após terem determinado as condições desse acordo que não são observáveis pela outra parte, podendo exerce um maior ou maior esforço para o cumprimento dos seus termos"* pelos agentes envolvidos num acordo.

O conceito de *seleção adversa* consiste, essencialmente, na circunstância de total ou parcial incapacidade do investidor em distinguir qualitativamente entre emissores, resultante da indisponibilidade de informações confiáveis. Segundo *Saraiva*[11], entende-

[9] AKERLOF, George A, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", "The Quarterly Journal of Economics, Volume 84, Nº3, Oxford, Oxford University Press, 1970

[10] FERREIRA, João Pateira, et al., "Manual de Regulação e Concorrência", Coimbra, Almedina, 2024

[11] SARAIVA, Rute, "Direito dos Mercados Financeiros", Lisboa, AAFDL Editora, 2015

se por *seleção adversa* o fenómeno correspondente à *"escolha desadequada dos projetos relativamente aos quais o financiamento é solicitado"*, uma vez que a procura por financiamento nos mercados ocorre, sobretudo, por parte daqueles que se constituem como *"mais interessados em conseguir um empréstimo (aqueles que têm maior falta de fundos)"*. Como consequência desta incapacidade, é atribuído ao investidor um grau de risco consideravelmente superior, o que resulta na exigência por parte dos investidores de prémios de risco elevados (que, estando desvinculados a quaisquer informações factuais e fidedignas relativamente ao desempenho financeiro e económico das empresas, se constituem muitas vezes como desproporcionais ao risco real do investimento) ou na ausência total de investimento. Esta realidade leva, por consequência, à exclusão de ativos de elevada qualidade dos mercados, o que resulta na diminuição da eficiência na alocação de recursos financeiros. Na prática, ainda segundo a mesma autora, o fenómeno da *seleção adversa* explica três fenómenos – em primeiro lugar, explica-nos que a emissão de ações não se constitua como uma *"fonte principal de financiamento das empresas"*, tendo pouca relevância para este fim; em segundo lugar, explica que, em regra, o valor combinado das obrigações e ações não atinja, no que concerne a fontes de financiamento externo, mais de 50%; por fim, explica que acabam por ser sobretudo as empresas de grande dimensão que, pela sua notoriedade e popularidade, *"têm maior acesso à obtenção de financiamento no mercado financeiro"*.

Um exemplo clássico deste efeito é precisamente o mercado de dívida ferroviária dos *Estados Unidos* no século XIX – com o rápido e exponencial crescimento do setor ferroviário nos *Estados Unidos da América*, aumentou de igual forma a emissão de títulos de dívida das empresas do setor. Não obstante o grande incremento nos títulos de dívida disponibilizados no mercado, muitos investidores enfrentaram dificuldades na avaliação qualitativa dos emissores face à ausência de padronização na divulgação de informações financeiras. Segundo *James Norris*[12], foi com o surgimento das *Agências de Informações de Crédito* (que procuravam coletar e divulgar informações sobre a saúde financeira das empresas emissoras, reduzindo a seleção adversa) que esta assimetria foi mitigada, sendo que as *Agências de Notação Financeira* modernas vieram a desempenhar uma função semelhante na medida em que, assim como as suas precursoras, oferecem classificações

[12] NORRIS, James D., "R G. Dun & Co., 1841-1900 - The Development of Credit Reporting in the Nineteenth Century", Westport, Greenwood Press, 1978

de risco capazes de sinalizar ao investidor a probabilidade de incumprimento dos emissores.[13]

Outra questão de particular relevância para a análise do efeito das *assimetrias informativas* nos mercados prende-se com o *risco moral* nos mercados financeiros. Ora, este risco consiste em situações nas quais os emissores de títulos, numa fase posterior à obtenção do financiamento pretendido, alteram o seu comportamento de um modo que resulte num aumento significativo do nível de risco para os seus investidores. Podemos enumerar como exemplos de situação de *risco moral*, nomeadamente, a adoção de estratégias empresariais de elevado risco, assim como a má utilização dos recursos obtidos pela empresa (a título exemplificativo, *Saraiva*[14] demonstra este risco pela situação hipotética em que o devedor, após contrair empréstimo para determinado fim, utiliza os fundos obtidos para fim diverso daquele para o qual estes foram providenciados, face à possibilidade de retornos mais elevados ainda que com um grau de risco superior. A *"sensação de poder"* decorrente da obtenção dos fundos poderá, assim, alimentar estes comportamentos na medida em que gera uma ilusão de segurança, dando igualmente origem a comportamentos menos diligentes). No que respeita ao *risco moral*, temos que as *agências de notação financeira* procuram mitigar este problema, essencialmente, com recurso a dois mecanismos principais – em primeiro lugar, estas agências promovem a monitorização contínua dos emissores de títulos, garantindo a sua saúde financeira e ajustando as suas classificações relativas aos produtos emitidos consoante se verifiquem mudanças significativas no risco de crédito, sendo que, segundo *Sinclair*[15], esta prática constitui-se como um incentivo para que os emissores de títulos mantenham uma gestão financeira responsável; em segundo lugar, ao exigir a divulgação pública de informações financeiras detalhadas, as agências promovem um maior grau de transparência nos mercados, procurando mitigar comportamentos de natureza oportunista e garantindo a reputação dos ativos.[16]

---

[13] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

[14] SARAIVA, Rute, "Direito dos Mercados Financeiros", Lisboa, AAFDL Editora, 2015

[15] SINCLAIR, Timothy J., "The New Masters of Capital – American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness", Nova Iorque, Cornell University Press, 2005

[16] LANGOHR, Herwig, et al., "The Rating Agencies and their Credit Ratings", Sussex Ocidental, John Wiley & Sons, 2008

Devemos ainda referir que, no que concerne às *agências de notação financeira* e às *assimetrias de informação*, é pertinente salientar a importância das informações divulgadas como um *bem público*. As informações fornecidas pelas *agências de notação financeira* apresentam características de *bem público* uma vez que se revelam como de livre utilização pelos diversos agentes, sem qualquer exclusão de benefícios, resultando também na emergência de desafios relacionados com a distribuição destas informações e com o financiamento da coleta. Segundo *Levich, Majnoni e Reinhart*[17], os *ratings* emitidos pelas *agências de notação financeira* não beneficiam apenas investidores individuais – ao estabelecer padrões de risco claros e amplamente aceites, estes *ratings* fortalecem a confiança no mercado como um todo.

No que respeita à redução dos efeitos da *seleção adversa* (reduzindo, desta forma, as assimetrias informativas que as alicerçam), *Saraiva*[18] identifica ainda um conjunto de soluções que deverão ser equacionadas para este fim. Em primeiro lugar, a autora salienta a importância do desenvolvimento de *"legislação que exija mais e melhor acesso à informação, procurando conferir transparência ao mercado"* (vg. através de obrigações de prestação de contas e de reporte), não obstante o reconhecimento de que, ao providenciar mais informação (que, pela sua natureza, resulta em maiores custos), surge um conflito com os padrões de *"confidencialidade exigida pela competitividade e pelo sigilo profissional, também ele garante de confiança no mercado"*, devendo a regulação setorial ser contrabalançada com as necessidades dos agentes económicos; Em segundo lugar, a autora reconhece nas *agências de notação financeira* uma resposta à existência da *seleção adversa*, no sentido em que permite a elaboração de informação qualitativa referente às empresas e aos ativos, ainda que a *"sua atual contestação, que inclui queixas e investigações junto do Ministério Público de alguns países, sublinha algumas das limitações desta via"*, nomeadamente por consequência de "*fenómenos de boleia associados às externalidades positivas decorrentes dos dados recolhidos, tratados e divulgados (com a sua consequente subprodução)"*, assim como problemas de agência e demais problemas emergentes da suscetibilidade de conluio; Por fim, também os *intermediários financeiros* podem contribuir para a redução da seleção adversa, uma vez que o seu conhecimento dos mercados e dos seus agentes o permite (ainda que, mais uma

[17] LEVICH, Richard M., et al., "Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System", Nova Iorque, Springer Science+Business Media, 2002
[18] SARAIVA, Rute, "Direito dos Mercados Financeiros", Lisboa, AAFDL Editora, 2015

vez, também aqui se verifique a existência de *"distorções associadas à relação comitente-comissário"*, nomeadamente no que concerne aos ativos tóxicos que, como se sabe, resultaram na ruina de instituições pela atribuição de bónus aos administradores bancários e de seguradoras). É possível, com base nas conclusões já tiradas, entender que não é possível conceber uma extinção total das *assimetrias informativas* (e, por consequência, da *seleção adversa*), pelo que os contratos financeiros tendem a recorrer a mecanismos diversos (nomeadamente, pelo estabelecimento de garantias como colateral, que atuam simultaneamente como *"garantia contra perdas e de incentivo de cumprimento"*) como mecanismo de mitigação do risco. *Saraiva* identifica ainda, em abstrato, uma solução de *senso comum* como *"última alternativa de minimização da seleção adversa"*, consistindo esta na análise dos capitais próprios dos mutuários e subsequente identificação do valor líquido da empresa (consistindo na diferença entre o ativo e o passivo), permitindo o cálculo aproximado do risco de incumprimento e probabilidade de eventual insolvência. Não obstante, também esta solução se demonstra, por vezes, inviabilizada por fatores tais como a confidencialidade envolvida.

É possível concluir, tendo por base os entendimentos dos autores analisados, que as *agências de notação financeira* desempenham uma função crucial na redução das assimetrias informativas, prejudicando a eficiência dos mercados; no entanto, é igualmente importante analisar o seu contributo à luz da ambiguidade estrutural que caracteriza a atuação do setor, dividida entre uma promessa de neutralidade técnica, por um lado, e a realidade de interesses comerciais subjacentes, por outro. Num mercado financeiro globalizado no qual o acesso à informação se configura como um dos principais vetores de desigualdade, as agências não podem continuar a desempenhar um papel meramente técnico; defende-se, assim, que mais do que meros dados económicos, a informação quanto a questões como o risco e a solvência configuram-se como efetivos *bens públicos* que, assim, representam consequências sistémicas justificativas de uma abordagem regulatória firme. A ideia de que estas informações possam continuar a ser mediadas por entidades privadas num setor altamente concentrado e exposto a incentivos comerciais altamente opacos leva a preocupações legitimas quanto à sua fiabilidade, o que nos encaminha para a conclusão de que a redução das assimetrias informativas deverá ser interpretada, acima de tudo, como um objetivo de *interesse público* e não como um mero produto colateral da atuação autónoma do setor; a confiança dos mercados não deve, assim, assentar de modo exclusivo na reputação destas agências privadas, mas sim num

leque vasto de mecanismos regulatórios capazes de garantir padrões mínimos de transparência, acesso equitativo à informação e, ainda, na responsabilização efetiva nos casos de negligência ou colusão. Importa ainda reconhecer que uma erradicação completa das *assimetrias informativas* se posiciona como um ideal utópico, e não como um objetivo realista a atingir – tal não implica, no entanto, a desresponsabilização dos reguladores; exige-se, assim, a construção de um modelo de supervisão robusto e equilibrado, capaz de incentivar a produção e disseminação de informação de qualidade sem que, com isso, sejam ignorados os custos associados e os limites naturais à confidencialidade empresarial. O papel das *agências de notação financeira* deve ser, assim, enquadrado numa visão de complementaridade ao *estado-regulador*, não se configurando como um substituto funcional deste – cabe ao regulador garantir que a função social das agências (entenda-se, a contribuição para um mercado mais transparente e eficiente) se sobreponha à perspetiva natural de lucro e competição.

II.b.ii. Teoria da Agência

A *Teoria da Agência*, formulada por *Michael Jensen* e *William Meckling*[19], salienta a problemática emergente da divergência entre os interesses dos investidores e dos agentes (os gestores ou emissores de dívida). Estes conflitos, conhecidos como *custos de agência*, amplificam-se nos mercados financeiros pela complexidade das transações e pela dispersão geográfica das partes envolvidas. Esta teoria, portanto, revela-se como essencial para a compreensão dos fenómenos socioeconómicos do investimento, tornando-se clara a necessidade da intervenção de terceiros (no caso, das *agências de notação financeira*) para a mitigação dos seus efeitos, ainda que certas questões possam ser levantadas relativamente à sua atividade (nomeadamente no que concerne a questões da garantia de imparcialidade).

Analisando a visão clássica da *Teoria da Agência,* é possível identificar que, com o surgimento da empresa moderna (organizada como uma *sociedade por ações*), verifica-se uma transferência de competência tradicionalmente atribuída aos detentores da mesma para entidades terceiras que, assumindo a gestão das suas atividades, não se constituem como seus acionistas (pelo menos, e geralmente, em parte significativa). Esta separação entre as partes detentoras e as partes gestoras nas sociedades por ações leva, por consequência, à separação total do poder de decisão e da assunção de risco[20], implicando custos devido ao surgimento de *"conflitos de interesses que se podem estabelecer entre as diversas fontes de capital (acionistas, obrigacionistas e credores)"*, levando à necessidade de procurar uma estrutura de capital ótima para a redução destes custos. No que concerne aos problemas na relação de agência, *Jensen* e *Meckling* identificam dois tipos de problemas – por um lado, são identificados os conflitos entre acionistas e gestores, *"motivados pelo facto de os últimos deterem menos de 100% de créditos residuais (residual claim)"*, não arrecadando os lucros totais inerentes às atividades mas, por contraposição, suportando os seus custos; por outro lado, são identificados os conflitos entre credores (e/ou obrigacionistas) e acionistas, uma vez que a estatuto dos

[19] JENSEN, Michael C., et al., "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", "Journal of Financial Economics 3", Amsterdão, North-Holland Publishing Company, 1976

[20] COELHO, Maria Helder Martins, "Contributos para uma Leitura Atual da Teoria da Empresa: A Teoria da Agência", Porto, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, 1992

primeiros como credores poderá levar a comportamentos de elevado risco (ou, em casos extremos, à abertura de processos de falência) por parte dos acionistas.[21]

As *agências de notação financeira* surgem como intermediários confiáveis na redução dos custos de agência, uma vez que, ao fornecer classificações imparciais sobre o risco de crédito dos respetivos emissores, é gerada uma maior confiança por parte dos investidores, resultando num fluxo mais eficiente de recursos financeiros. Como destaca *García Alcubilla*[22], estas agências facilitam a transferência de informações entre investidores e emissores, pelo que atuam como uma forma de certificadoras de qualidade de valores. Não obstante o seu papel essencial, surgem problemas no que concerne à imparcialidade destas classificações; uma das questões salientadas, como salienta *Cash*[23], prende-se pela política remuneratória destas agências, assente num modelo de *issuer-pays*. Segundo o autor, surge por esta política um risco relativamente ao favorecimento de determinados emissores pelas agências de notação financeira assente no facto de estes emissores se constituírem como financiadores dos seus serviços, comprometendo a imparcialidade e a confiança no sistema de classificações.

As crises financeiras destacam tanto a relevância quanto as limitações das agências de notação, sendo a *crise financeira de 2007-2008* um claro exemplo de como a sobrestimação relativa à qualidade de produtos financeiros pode levar à emergência de crises económicas. Nesta crise, foram reveladas profundas deficiências na metodologia e nos incentivos da agência. Como argumenta *Sinclair*[24], a crise expôs a necessidade de reformas profundas no setor, incluindo maior supervisão regulatória. Não obstante, a reputação continua a desempenhar um papel fundamental como mecanismo de controlo, uma vez que o enviesamento das classificações pode resultar numa redução da credibilidade destas agências a longo prazo. No sentido do combate ao desalinhamento de interesses, *Araújo*[25] identifica um conjunto de soluções que, aplicando-se

[21] COELHO, Maria Helder Martins, "Contributos para uma Leitura Atual da Teoria da Empresa: A Teoria da Agência", Porto, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, 1992

[22] GARCÍA ALCUBILLA, Raquel, et al., "Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation", 1ª Edição, Oxford, Oxford University Press, 2012

[23] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

[24] SINCLAIR, Timothy J., "The New Masters of Capital – American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness", Nova Iorque, Cornell University Press, 2005

[25] ARAÚJO, Fernando, "Introdução à Economia", 3ª Edição, Coimbra, Almedina, 2009

genericamente ao funcionamento *microeconómico* como um todo, poderão ser parcialmente adaptadas e acolhidas[26], também, no âmbito do setor da *notação financeira* – inicialmente, é tida como solução a introdução de um *sistema de comando*, sob o qual se verifica a correta supervisão, fiscalização e auditoria sob a conduta destas agências (no caso do setor, pela sua natureza, necessariamente por órgãos públicos), procurando-se assim mitigar os incentivos existentes (nomeadamente, no que concerne à distribuição de remunerações extraordinárias) aos vícios na conduta dos agentes[27]; em seguida, pode ainda ser teorizado um sistema sob o qual a correta conduta por parte das *agências de notação financeira* (seguindo critérios de estabilidade e crescimento económico) é recompensada pelo regulador, nomeadamente pela criação de incentivos fiscais dependentes da satisfação destes objetivos; por fim, pode ainda ser estudada a criação de um sistema de *propriedade pública* do sistema de *notação financeira*, sob o qual estas agências são detidas pelos estados soberanos e sendo os seus agentes, em parte, remunerados extraordinariamente pelo cumprimento de requisitos, nomeadamente, de crescimento económico e de volatilidade dos mercados.

No que concerne à regulação e supervisão do setor, é ainda possível identificar o desenvolvimento de regulações específicas com vista à mitigação dos riscos associados aos conflitos de interesse na atividade da notação financeira. Nos *Estados Unidos*, a título exemplificativo, podemos salientar como marco significativo da regulação deste setor, numa fase inicial, o Título 17 do Código das Regulações Federais, relativo às *Bolsas de Valores Mobiliários e de Mercadorias* (*Commodities and Securities Exchanges*), onde a *Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos* (*SEC*, acrónimo para *U.S. Securities and Exchange Commission*), onde são estabelecidas e promulgadas regras relativas aos requisitos de capital dos bancos e corretores, por um lado, mas também o

[26] É importante salientar que, pelo desvio existente entre a noção tradicional da *teoria da agência* e a sua aplicação ao setor da *notação financeira*, verifica-se, desde logo, a incapacidade material na implementação direta das propostas sugeridas no combate aos conflitos emergentes. Não obstante, é possível uma leitura análoga destas propostas, procedendo-se à adaptação das mesmas às particularidades inerentes das *agências de notação financeira*.

[27] O autor alerta, no entanto, para a questão da *"captura do supervisor"*; como é possível verificar pela análise dos factos materiais da regulação e funcionamento destas agências, é confirmada efetivamente, por diversos autores e no contexto *norte-americano* da *notação financeira*, a captura dos reguladores por parte quer das *agências de notação financeira*, quer pelas partes que, prevendo graves consequências face à divulgação pública da sua situação material enquanto emissores, promovem a inércia ou, até, a progressiva desregulação do setor.

conceito de *Organização de Notação Estatística Reconhecida Nacionalmente* (*NRSRO*, acrónimo para Nationally *Recognized Statistical Rating Organization*), por outro. Este termo, que inicialmente carecia de padrões específicos para a classificação das agências de notação financeira como nacionalmente reconhecidas (sendo a classificação atribuída de forma arbitrária pela *SEC*, num princípio de *caso-a-caso*; após análise pela instituição relativa à credibilidade, fiabilidade e utilização das classificações atribuídas por determinada agência, uma *Carta de Não-Ação* era emitida pelo *SEC*, simbolizando ao público o reconhecimento nacional da agência), veio mais tarde, com o *Credit Rating Agency Reform Act de 2006*, a ser adaptado à imposição de linhas orientadoras claras para a classificação de agências de notação financeira como *NRSRO*s, dotando ainda a *SEC* de competências, nomeadamente, quanto aos requisitos das agências no que concerne à obrigatoriedade de manutenção de registos, às proteções contra conflitos de interesse e ao processo de aprovação da classificação das agências como nacionalmente reconhecidas (tornando-se obrigatório o voto da comissão e, como consequência, pondo fim à discricionariedade dos técnicos da *SEC*.[28]

A *Teoria da Agência* oferece-nos, portanto, um quadro teórico incontornável à compreensão dos conflitos de interesse estruturais inerentes aos mercados financeiros; a delegação de competências dos investidores para os gestores, numa ótica de separação entre a propriedade e o controlo, origina riscos que, naturalmente, exigem a presença de mecanismos de vigilância e disciplina, apresentando-se o papel das *agências de notação financeira*, na teoria, como uma resposta funcional à assimetria de interesses entre credores e devedores, ainda que, na prática, deva ser assumida uma postura de cautela. Esta desejável cautela surge, desde logo, pelo facto de que a imparcialidade esperada por parte das *agências de notação financeira* enquanto intermediárias se coloque, por várias vezes, posta em causa pelo próprio modelo económico sob o qual estas operam – da mesma forma que a *Teoria da Agência* denuncia os incentivos desalinhados dentro da empresa, também se deve reconhecer que as agências são, elas próprias, suscetíveis à emergência de conflitos de interesse (nomeadamente através do modelo remuneratório *issuer-pays*, que pode condicionar a neutralidade das classificações); as circunstâncias

[28] LANGOHR, Herwig, et al., "The Rating Agencies and their Credit Ratings", Sussex Ocidental, John Wiley & Sons, 2008

paradoxais que se observam deste facto[29] levam à exigência de uma análise crítica quanto ao seu papel no sistema financeiro, evidenciada pela *crise financeira de 2007-2008* que, com a sua ocorrência, expôs o papel das *agências de notação financeira* não apenas como sendo incapazes de cumprir com a função que lhes fora incumbida mas, ainda, de se demonstrarem como uma força agravadora dos efeitos da agência entre investidores e gestores, tendo prestado um contributo para opacidade (vg. através da validação de ativos de alto risco) demonstrativo da insuficiência da reputação como mecanismo suficiente de controlo. Defende-se, portanto, a necessidade de reforço da atividade reguladora sobre estas entidades, não apenas através de mecanismos de vigilância formal (a título exemplificativo, como veremos mais à frente, como as *NRSROs* nos *Estados Unidos da América*), mas, ainda, por via de mecanismos de incentivo e responsabilização como, por exemplo, o recurso a modelos mistos de propriedade ou, até, de titularidade pública, devendo ser atribuída a devida seriedade aos debates das mesmas emergentes face ao esforço, ainda que ambicioso, desta tentativa de estabilização dos mercados globais.

[29] Entenda-se, o recurso a entidades que, na teoria, se configurariam como mitigadoras de conflitos de interesse, sendo que estas próprias se verificam como capturadas por lógicas conflituantes.

III. Enquadramento Regulatório

III.a. Recorte Conceptual das Agências de Notação Financeira

A *agência de notação financeira* (conhecida também como *agência de rating*) configura-se, pela própria definição do *Regulamento (CE)1060/2009*[30], como *"uma pessoa colectiva cuja actividade inclui a emissão de notações de risco a título profissional;"*, sendo definida a própria *notação financeira* como *"um parecer relativo à qualidade de crédito de uma entidade, de uma obrigação de dívida ou obrigação financeira, de títulos de dívida, de acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros, ou do emitente de tais obrigações de dívida ou obrigações financeiras, títulos de dívida, acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros, emitido através de um sistema de classificação estabelecido e definido com diferentes categorias de notação;"* (*Artigo 3º*). Estas entidades, assim, desempenham uma função crítica nos mercados financeiros, na medida em que os *ratings* por si emitidos são utilizados como ferramenta de referência nas decisões de investimento, na definição de requisitos prudenciais e na elegibilidade de determinados ativos em operações financeiras. A importância sistémica justifica, deste modo, um enquadramento jurídico rigoroso, traduzido por via de regras específicas quanto ao seu reconhecimento formal e à sua supervisão regulatória. De acordo com o *Artigo 2º* deste mesmo *regulamento*, verifica-se que o mesmo se aplica às notações de risco emitidas *"por agências de notação de risco registadas na União e divulgadas publicamente ou fornecidas por assinatura"*, devendo o seu registo ser solicitado para efeitos deste artigo desde que estas sejam pessoas coletivas estabelecidas na União (*Artigo 14º*) e, ainda, tendo-se que *"O registo torna-se eficaz em todo o território da União logo que a decisão de registo de uma agência de notação de risco adoptada pela ESMA, referida no n.o 3 do artigo 16.o ou no n.o 3 do artigo 17.o , produza efeitos."*; por aqui conclui-se, portanto, a necessidade de registo e aprovação, no panorama *europeu*, destas agências para a participação no setor. São, ainda, impostas um conjunto de obrigações às *agências*, nomeadamente no que concerne a transparência metodológica e integridade analítica (*"As agências de notação de risco devem adotar, pôr em prática e executar medidas adequadas para assegurar que as notações de risco e as perspetivas de notação que emitem se baseiem numa análise exaustiva de todas as informações à sua*

[30] Será utilizada, para efeitos deste *subcapítulo*, a versão consolidada do *Regulamento*.

disposição que sejam relevantes para efetuar uma análise de acordo com as metodologias de notação aplicáveis. Devem também adotar todas as medidas necessárias para que as informações que utilizem na emissão de notações de risco e de perspetivas de notação tenham qualidade suficiente e provenham de fontes fiáveis. As agências de notação de risco devem emitir notações de risco e perspetivas de notação que declarem que as notações constituem a opinião da agência de notação de risco e que o seu conteúdo é fiável dentro de certos limites.", "As agências de notação de risco devem utilizar metodologias de notação rigorosas, sistemáticas e contínuas e sujeitas a aprovação com base na experiência passada, nomeadamente através de verificações a posteriori." – Artigo 8º, nº2 e nº3) e, ainda, devendo estas divulgar publicamente as metodologias, limitações e pressupostos utilizados (*"As agências de notação de risco devem divulgar publicamente as metodologias, modelos e principais pressupostos que utilizam nas suas actividades de notação de risco, nos termos do ponto 5 da parte I da secção E do anexo I." – Artigo 8º, nº1*). No que concerne à prevenção de conflitos de interesse, estabelece-se, por força do *Artigo 6º*, que *"As agências de notação de risco devem tomar todas as medidas necessárias para assegurar que a emissão de notações de risco ou de perspetivas de notação não seja afetada por conflitos de interesses efetivos ou potenciais ou por relações comerciais que envolvam as agências que emitem as notações ou perspetivas de notação, os seus acionistas, gestores, analistas de notação de risco, funcionários ou outras pessoas singulares cujos serviços sejam colocados à disposição ou sob o controlo da agência de notação de risco, ou quaisquer pessoas que lhe estejam direta ou indiretamente ligadas por uma relação de controlo."*, devendo estas obedecer a critérios rígidos de atuação (nomeadamente, no que concerne à separação funcional de atividades, a limitações quanto à remuneração variável e outros pressupostos, definidos por via do *Anexo I*). Assim, é possível concluir que, do ponto de vista jurídico *europeu*, o conceito de *agência de notação financeira* compreende uma entidade privada legalmente constituída que, exercendo atividade profissional de emissão de *notações financeiras* e sendo formalmente reconhecida através do seu registo obrigatório (mediante decisão da *ESMA*), se encontra submetida a obrigações legais específicas quanto à imparcialidade, transparência, opções metodológicas, supervisão e *governance* interna; são, portanto, as *agências de notação financeira* instituições de natureza híbrida, no sentido em que operam no setor privado mas exercendo funções representativas de efeitos públicos e sistémicos, justificando-se assim o seu

enquadramento legal próprio e orientado no sentido de mitigar os riscos adjacentes à sua atividade.

III.a.i. Estrutura Setorial das Agências de Notação Financeira

As *agências de notação financeira*, também denominadas como *agências de rating*, constituem-se, segundo *Bastos*[31], como entidades coletivas privadas cuja atividade assenta na emissão de pareceres especializados relativamente à capacidade de determinada entidade emissora de dívida, títulos específicos ou determinados instrumentos financeiros em solver os seus compromissos financeiros dentro de um prazo definido e de forma integral. A atividade da notação financeira pode versar, por um lado, sobre a análise qualitativa de um determinado emitente (*notação de emitentes*), assim como pode, por outro lado, versar sobre a análise qualitativa de um determinado instrumento (*notação de instrumentos*). Essencialmente, podemos resumir a atividade destas agências como a classificação qualitativa de um determinado emitente ou instrumento financeiro, sendo que a classificação atribuída (sob a forma de escala padronizada) representará a sua qualidade como investimento. Estas agências atuam, portanto, na produção de certificados representativos do nível de risco associado ao investimento num determinado ativo ou emissor.

Pela análise do panorama global do setor, é notória a existência de um leque alargado de agências de notação financeira ao redor do globo, perfazendo as dezenas. Não obstante, é igualmente notória a natureza oligopolística deste setor económico, definido por autores como *Moredo* como um *"oligopólio natural"*[32], uma vez que grande parte destas agências se configuram como de pequena dimensão e atribuem particular ênfase a determinados setores económicos ou jurisdições, pelo que poucas são formalmente reconhecidas por governos para finalidades regulatórias e, consequentemente, recaindo a maioria da atividade de notação financeira sobre um conjunto restrito de agências. A circunstância de *oligopólio natural* encontra várias explicações, recaindo estas sobretudo, segundo ao autor, sobre questões derivadas da reputação e credibilidade (que, num setor em que são necessárias décadas de experiência no setor para o estabelecimento de uma reputação

[31] BASTOS, Inês Margarida Gonçalves, "Da responsabilidade civil das agências de notação de risco por danos causados a entidades notadas e investidores", Coimbra, Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2020

[32] SANTOS, Hugo Moredo, "A Notação de Risco e os Conflitos de Interesse", "Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira", Coimbra, Almedina, 2010

sólida e credível), mas também pelo simples facto de que, sendo as classificações emitidas por estas agências consideradas por um grande número indeterminado de participantes dos mercados, entende-se como preferível para efeitos de estabilidade do setor financeiro a concentração desta atividade num número restrito de agências com métodos padronizados de classificação, permitindo a fácil comparação entre os *ratings* emitidos[33]. Não obstante o amplo reconhecimento do setor de operação destas agências como uma circunstância de *oligopólio natural* (e subsequente entendimento, por diversos autores, das vantagens advindas da respetiva estruturação setorial como tal), são igualmente reconhecidos, nomeadamente pelas respetivas entidades reguladoras e comissões de inquérito resultantes da crise financeira, os efeitos nefastos emergentes da *concorrência imperfeita*[34] no setor. A própria *Comissão de Inquérito à Crise Financeira*[35], em 2010, vem a concluir que *as falhas das agências de notação financeira representam engrenagens essenciais na roda da destruição financeira*[36], imputando a responsabilidade da crise de modo predominante à intervenção das principais *agências de notação financeira*.

[33] *Bastos*, em "Da responsabilidade civil das agências de notação de risco por danos causados a entidades notadas e investidores", salienta que o método padronizado de notação de risco *"obedece a um sistema de comparabilidade de ativos"*. Por via deste sistema, a notação chega ao investidor sob a forma da gradação (*rank ordering*) dos níveis de risco de crédito associados a determinado emitente ou ativo, facilitando assim a perceção do rácio de risco e rentabilidade por parte dos utilizadores face aos diferentes produtos financeiros emergentes ou já existentes no mercado financeiro.

[34] Na obra "PINDYCK, Robert, et al., "Microeconomics", The Pearson series in economics, Londres, Pearson Education, 2013", *Pindyck* descreve um conjunto de hipóteses onde se verificam situações de *concorrência imperfeita,* analisando o seu impacto no equilíbrio dos mercados. Aqui, *Pindyck* explica que, em situações de *mercados oligopolísticos* como este (e diferentemente do que se verifica em situações de *concorrência monopolística*), as decisões dos participantes estão, sobretudo, dependentes das considerações estratégicas relativas ao comportamento dos restantes participantes do mercado, assim como estando estas dependentes nas hipotéticas alterações comportamentais por parte dos seus concorrentes. Tais vícios, num setor económico de particular sensibilidade como este, justificam em parte a pressão verificada pelas *agências de notação financeira* para a atribuição de classificações artificialmente inflacionadas, originando um *efeito dominó* no setor que, efetivamente, comprometeu a fiabilidade destas classificações e, por consequência, o correto funcionamento dos *mercados financeiros*.

[35] *Financial Crisis Inquiry Commission,* identificada pelo acrónimo *FCIC*

[36] FCIC, "Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States", "The Financial Crisis Inquiry Report", 2011

Neste sentido, o setor da notação financeira é amplamente dominado por um conjunto de três agências *norte-americanas* (vulgarmente conhecidas como *"A três irmãs"* ou, para fins depreciativos e face ao seu papel predominante na origem da *Crise Financeira de 2007-2008*, como *"As três mosqueteiras"*[37]) – *Moody's, Standard & Poors* e *Finch*. Estas agências, fundadas na primeira metade do Século XX, configuram-se, até aos dias de hoje, como as principais agências de notação financeira da economia global. No que concerne à *Moody's*, tem-se que esta, com sede em Nova Iorque e fundada em 1909 por *John Moody*, se configura como uma das mais antigas agências de notação financeira. Iniciando as suas atividades pela publicação de análises relativas a investimentos ferroviários, expandiu as suas atividades para a avaliação de um amplo leque de instrumentos financeiros. Pelo seu papel na *crise financeira de 2007-2008*, concordou no pagamento de 864 milhões de dólares[38] por acordo com o *Departamento de Justiça dos Estados Unidos*[39], em 2017. Quanto à *Standard & Poor's Global Ratings*, tem-se que esta remete as suas origens ao *Século XIX*, com a publicação de *"History of Railroads and Canals in the United States"* por *Henry Varnum Poor*, em 1860. A empresa na sua forma atual vem-se apenas a estabelecer em 1941, com a fusão entre a *Poor's Publishing* com a *Standard Statistics*. Nos dias de hoje, a *S&P Global Ratings* é sediada, assim como a *Moody's*, em Nova Iorque. Pelo seu papel na *crise financeira de 2007-2008*, concordou no pagamento de 1375 milhões de dólares[40], por acordo com o *DOJ*. Por fim, relativamente à *Fitch Ratings*, temos que esta fora fundada em 1913 por *John Knowles Fitch*, sendo a menor das três principais *agências de notação financeira*. Esta instituição,

---

[37] PEDRO, Carla, "Quem atirou Portugal para o Lixo? Agências de Rating – O que são, como funcionam", Coimbra, Coimbra: Actual – Grupo Almedina, 2012

[38] Pelos termos do acordo firmado pelas partes (disponível em https://oag.dc.gov/sites/default/files/2018-02/Moodys-Settlement-Agreement.pdf), a *Moody's* comprometeu-se ao pagamento de 437.5 milhões de dólares ao *DOJ*, no prazo de 30 dias após a transmissão das informações relativas ao processo de pagamento, sob a forma de *indemnização monetária civil*. Comprometeu-se, ainda, ao pagamento de 426.3 milhões de dólares (sob a forma de compensação) aos diversos estados, pelos danos causados decorrentes da sua conduta ilícita.

[39] *Department of Justice of the United States*, correspondente ao acrónimo *DOJ*

[40] Pelos termos do acordo firmado pelas partes (disponível em https://www.justice.gov/archives/file/402566/dl), a *Standard & Poor's* comprometeu-se ao pagamento de 687.5 milhões de dólares ao *DOJ*, no prazo de 30 dias após a transmissão das informações relativas ao processo de pagamento, sob a forma de *indemnização monetária civil*. Comprometeu-se, ainda, ao pagamento de 687.5 milhões de dólares (sob a forma de compensação) aos diversos estados, pelos danos causados decorrentes da sua conduta ilícita.

que tem duas sedes (Nova Iorque e Londres), está presente em mais de 30 países, tendo também enfrentado escrutínio pelas classificações atribuídas no escalar da *crise financeira*.

Estas três agências, que coletivamente detêm cerca de 95% da Quota de Mercado do setor, operam sob um modelo *issuer-pays* – isto é, operam sob um modelo no qual as classificações relativas a certos emitentes de valores ou produtos financeiros é solicitada pelos próprios, cabendo a si a responsabilidade de incorrer nos custos derivados da sua classificação[41]. Tal como salienta *Frada*[42], este sistema resulta inevitavelmente na dependência financeira das *agências de notação financeira* perante os emissores, no sentido em que induz *ratings* favoráveis ao cliente e, deste modo, prejudicando os investidores[43]; também neste sentido, *Lieven* identifica como principal origem deste conflito de interesses (e, consequentemente, da imprecisão das classificações atribuídas a certos produtos financeiros) o modelo remuneratório destas agências que, apesar de desconsiderando como fator originário de conflitos de interesse pelas próprias agências, tem vindo a ser identificado por diversos autores (nomeadamente por *Strobl* e *Xia*, em 2012, mas também por um alargado leque de autores, em particular no período subsequente à *Crise Financeira de 2007-2008*) como um claro fator agravante do risco de *ratings* inflacionados, sendo portanto vital um equilíbrio entre o interesse das duas partes envolvidas[44]. *He*[45] estabelece ainda que, por via da *hipótese do conflito de interesses*, as consequências colaterais deste modelo de financiamento das agências de

[41] Este modelo apresenta-se em contraposição ao modelo *investor-pay*, no qual são os próprios investidores que incorrem nos custos relacionados com o acesso à respetiva classificação. Segundo *Pedro*, o modelo de negócio original das agências assentava neste princípio, sendo as agências financiadas pela venda dos manuais de *ratings*. No início dos Anos 70, as principais *agências de notação* financeira realizaram a transição para um modelo *issuer-pay*, estando tal modelo em vigor numa grande maioria das *agências de notação financeira*.

[42] FRADA, Manuel Carneiro da, "A Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco (rating): ensaio de construção dogmático-crítica", Coimbra, Almedina, 2018

[43] *Frada* ressalva, no entanto, que também o modelo *investor-pay* apresenta desafios, no sentido em que *"potencia estes comportamentos oportunísticos (sobretudo tratando-se de ratings "solicitados" por uma pool fechada de investidores), em prejuízo das entidades notadas.*

[44] LIEVEN, Petra "Rating agencies and the Fallout of the 2007-2008 financial crisis", Frankfurt am Main, Peter Lang, 2016

[45] HE, Jie, et al., "Are All Ratings Created Equal? The Impact of Issuer Size on the Pricing of Mortgage-Backed Securities", Cambridge, National Bureau of Economic Research, 2012

notação financeira são exacerbadas de forma particular em circunstâncias nas quais o desempenho atual ou futuro se encontra direta ou indiretamente vinculado às classificações atribuídas, sendo que o conflito entre a preservação da reputação destas agências (assente em princípios de objetividade) e a promoção das suas atividades na regulação (estimulada pelo seu estatuto como *NRSROs*) dá origem a uma distorção ainda mais severa dos incentivos.[46]

As classificações são, portanto, tendencialmente solicitadas e financiadas pelos próprios emitentes, baseando-se assim nos dados disponíveis publicamente, assim como nas informações que, não estando publicamente disponibilizadas, são voluntariamente divulgadas pela entidade notada[47]. Não obstante, por vezes, são as próprias agências que tomam a iniciativa de proceder a notação de certos emitentes ou ativos, sendo que, nestas circunstâncias, o acesso a informações reservadas se encontra vedado – tal ocorre, sobretudo, quando se determina que *"existe um grande interesse do mercado de crédito ou dos participantes na publicação de tal rating"*, assim como verificando-se a circunstância de que a agência conta com *"informações suficientes para sustentar uma análise apropriada e, se aplicável, realizar o monitoramento do rating"*[48].

Para além do seu papel fundamental na avaliação de risco de crédito, as *agências de notação financeira* desempenham ainda um papel fundamental na regulação dos mercados financeiros, sendo as notações de crédito utilizadas pelas entidades reguladoras como referência para requisitos de capital nas instituições financeiras. Conforme as posições de *Hu*[49], em mercados financeiros como o da *República Popular da China*, é imposta pelas entidades reguladoras a exigência de que os bancos e as companhias seguradoras invistam apenas em títulos com *ratings* mínimos específicos (tornando-se os ratings num critério central à alocação de capital), sendo que também os *ratings* são utilizados como critério para determinar se um determinado ativo é elegível nas operações de recompra e de fundos do mercado monetário, amplificando assim a sua influência

[46] ALTMAN, Edward, et al., "Regulation of Rating Agencies", "Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance", Hoboken, John Wiley and Sons, 2011

[47] Comunicado da Comissão sobre agências de notação (2006/C59/02), Jornal Oficial da União Europeia

[48] PEDRO, Carla, "Quem atirou Portugal para o Lixo? Agências de Rating – O que são, como funcionam", Coimbra, Coimbra: Actual – Grupo Almedina, 2012

[49] HU, Xiaolu et al.,"Information Asymmetry and Credit Rating: A Quasi-natural Experiment from China", "Journal of Banking & Finance, vol. 106", 2019

sistêmica[50]. Este processo, segundo o autor, reflete a dependência regulatória nos *ratings* de crédito, o que poderá potenciar a criação de incentivos perversos na inflação destas classificações e, por consequência, comprometendo a sua função primordial de identificação de riscos.

A configuração atual do setor da *notação financeira*, marcada por um grau de concentração extremo e por um modelo remuneratório nitidamente suscetível à origem de conflitos de interesse, gera dúvidas pertinentes quanto à sua capacidade para o cumprimento da função que lhe fora incumbida – a produção de informação isenta e confiável quanto ao risco financeiro; o domínio de três entidades – *Moody's, Standard & Poor's* e *Fitch* – sobre cerca de 95% do mercado global (operando, assim, num regime de *oligopólio natural*) representa um risco estrutural por si mesmo, na medida em que se configura como um claro entrave à concorrência, como um fator altamente limitador da diversidade metodológica e, ainda, como um reforço às práticas institucionalizadas que, como se tornara evidenciado pela *crise financeira de 2007-2008*, podem contribuir para a verificação de disfunções sistémicas. O modelo *issuer-pays*, embora altamente adotado, configura-se como um fator de reforço do já existente problema quanto à credibilidade do setor, colocando as *agências de notação financeira* numa posição de dependência financeira face aos próprios emissores objeto da avaliação, o que leva à origem de incentivos perversos à complacência; esta configuração acaba por subverter o papel da agência como um terceiro independente, configurando-se assim num *"fornecedor de validação"* com motivações comerciais (o que se constitui como um risco agravado, face à influência direta dos *ratings* na elegibilidade de ativos nos processos regulatórios). Reconhece-se, assim, que a reputação continua a exercer um papel enquanto mecanismo de disciplina informal; no entanto, esta reputação é volátil e, por vezes, reconstruída com facilidade e celeridade mesmo com a ocorrência de falhas graves, o que tem vindo a ser evidenciado pelos acordos extrajudiciais alcançados pelas *três irmãs* e, assim, demonstrando que a confiança pública não pode depender apenas de mecanismos autorreguladores nem de dinâmicas de mercado. Considera-se, portanto, que se impõe uma resposta regulatória mais incisiva, especialmente no que concerne ao financiamento, à *governance* e à supervisão setoriais; entre as hipóteses possíveis e já discutidas por

[50] No mercado chinês, títulos com rating inferior a *AAA* não são aceites como colateral em operações de recompra, o que resultou em aumentos nas *yields* desses instrumentos financeiros, impactando diretamente os custos de financiamento

diversos autores, e assumindo uma visão que, valorizando o papel do Estado enquanto regulador estratégico (mas não diretor absoluto), defendem-se as soluções que promovam uma articulação do interesse público com a eficiência do setor, podendo-se destacar a criação de modelos alternativos de remuneração (nomeadamente, pela criação de fundos públicos de financiamento coletivo), a promoção de concorrência metodológica (nomeadamente, pela criação de critérios mínimos de diversidade analítica e pela limitação da dependência excessiva em modelos únicos) e, ainda, a possibilidade do desenvolvimento de *agências de notação financeira* de titularidade mista ou pública, com funções reguladas e submetidas a escrutínio permanente por entidades externas e independentes. Estas propostas, ainda que exigentes quanto à sua execução, vêm dar resposta à urgente necessidade de reequilíbrio do setor, promovendo um reforço da confiança nos *ratings* enquanto instrumentos de utilidade pública (e não, apenas, de mera conveniência comercial) e afastando os problemas que, sem uma reforma estrutural do setor, continuarão a expor o setor às críticas e descrédito generalizados.

III.b. Regulação Económica e os seus Fundamentos

Quando nos deparamos com a problemática da regulação do setor da notação financeira, vemos que esta surge como uma necessidade fundamental para a garantia de estabilidade dos mercados financeiros, para a transparência na avaliação de risco e, sobretudo, para a proteção dos investidores. A necessidade da regulação deste setor tornou-se, sobretudo, particularmente evidente após a emergência de sucessivas crises financeiras, com as quais foi possível verificar o impacto real de avaliações incorretas e/ou contraditórias num aumento significativo dos riscos sistémicos. A regulação económica, em sentido amplo, pode ser definida, tal como demonstram *Pateira Ferreira et al.*[51], como *"uma forma de intervenção pública indireta, em que o Estado, através do seu poder de autoridade, condiciona o comportamento dos agentes económicos (cidadãos ou empresas) quando estes atuam nos mercados de fornecimento de bens e serviços de interesse económico geral, com objetivos de eficiência económica e criação de bem-estar"*, identificando-se pelos mesmos autores a necessidade da regulação quando se verifica a incapacidade do mercado na criação de *"condições necessárias à promoção da eficiência"* (nomeadamente, pela incapacidade de garantir a liberdade de decisão pelos agentes económicos que, tendo ao seu alcance as ferramentas necessárias à tomada racional de decisão, participam de modo justo e equilibrado nos mercados), com especial ênfase, no caso do setor da *notação financeira*, para o que os autores qualificam como *"falha por sinal"*, correspondendo esta à circunstância sobre a qual *"o agente económico não tem informação suficiente para decidir, impedindo-o de atingir uma solução eficiente"*.

A justificação teórica para a regulação do setor pode ser compreendida, assim, por via de duas abordagens – por um lado, por via da *Teoria do Interesse Público* (o estado desejável do setor) e, por outro, por via da *Teoria da Captura Reguladora* (o estado real do setor). No que concerne à primeira teoria, é importante, desde logo, procurar encontrar uma definição para o conceito de *interesse público.* Para este fim, *Held*[52] conceptualiza o *interesse público* sob três diferentes conceções – a *preponderância*, o *interesse comum* e a *conceção unitária*. No que concerne à primeira leitura do termo, que remete a conceções

[51] FERREIRA, João Pateira, et al., "Manual de Regulação e Concorrência", Coimbra, Almedina, 2024

[52] HELD, Virginia, "The Public Interest and Individual Interests", Nova Iorque, Basic Books, 1970

utilitaristas e agregacionistas, entende-se por *interesse público* a visão de que o termo, de significado restrito, nunca poderá entrar em conflito com a *preponderância* – isto é, nunca poderá ser contrário à soma dos interesses individuais, constituindo-se como um *"interesse maioritário"*; na segunda leitura do termo, entende-se por *interesse público* aquele que, como se retira das posições de *Rousseau*, o conjunto de interesses comuns a toda a população; por fim, entende-se por *interesse público* não a *preponderância* de valores individuais ou a perspetiva unânime do *interesse comum*, mas antes como um conceito moral e universal, organizado a partir de um esquema unitário de julgamentos morais orientadores da conduta de todo o indivíduo em determinado lugar e tempo, ainda que de modo inconsciente, e configurando-se como uma iniciativa puramente normativa. É precisamente através da *conceção unitária* do termo a que *Cash*[53] recorre na sua definição de *interesse público*, interpretando-o como uma forma de *protecionismo público*. Na teoria, a regulação das *agências de notação financeira* é realizada no *interesse público* – no entanto, e dado que esta é realizada a partir de uma perspetiva moldada às realidades do mercado, tal perspetiva resulta, como refere *Feintuck*, na avaliação exclusiva do mensurável, desconsiderando a regulação do valioso. Segundo este autor[54], os quadros de referência dos mercados são excessivamente estritos para o englobamento correto dos valores político-sociais estabelecidos nas democracias liberais, muitas vezes tidos como constitucionais quanto à sua natureza. Sendo os mercados uma simples construção social, deve ser permanentemente questionada a sua capacidade relativa à promoção dos interesses humanos, não se constituindo a economia como um fenómeno natural. Assim sendo, no que concerne a esta teoria, levantam-se questões sobre a capacidade do mero *interesse público* na efetiva proteção da sociedade como um todo, ou se, por contraposição, a deturpação do conceito de *interesse público* (que, como *Cash* salienta, foi amplamente utilizada no passado, por governos e instituições como o *Terceiro Reich*, a *União Soviética* ou a própria *Igreja* para a justificação das suas próprias agendas e objetivos) leve inevitável e exclusivamente à preservação da estrutura de mercado existente. Já no que concerne à segunda teoria, *Cash*[55] define a *Captura*, no

[53] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

[54] FEINTUCK, Mike, "Regulatory Rationales Beyond the Economic: In Search of the Public Interest", in BALDWIN, Robert, "The Oxford Handbook of Regulation", Oxford, Oxford University Press, 2012

[55] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

contexto do *Direito da Regulação*, como a atuação de uma agência ou agente regulatórios a benefício da parte que, em certa medida, a compensa, contrariando as suas competências e condutas esperadas (que, em teoria, deveria corresponder à proteção de uma entidade – como o público em geral ou os investidores – que se encontra em posição de fragilidade ou risco). O autor salienta como exemplo desta *captura*, no contexto da *Crise Financeira de 2007-2008*, as declarações de *Sheila Bair*[56] (que, à data, presidia a *Corporação Federal da Garantia de Depósitos*[57]) relativas ao problema verificado na relação entre as entidades reguladoras e, como exemplo principal, a *Citicorp*[58]. Segundo *Levitin*[59], *Bair* demonstra no decorrer da obra que a relação entre a indústria bancária e os reguladores do setor ultrapassava o limiar de uma *"mera relação acolhedora"* entre as partes, correspondendo a *captura regulatória* no sentido em que entidades como o *Gabinete de Supervisão da Poupança*[60], o *Gabinete Controlador da Moeda*[61] ou a *Reserva Federal de Nova Iorque*[62] atuavam, *de facto*, não como reguladores do setor, mas antes como defensores do mesmo, atuando no sentido de promover a redução dos requisitos de capital nos *Acordos de Basileia II*, assim como na resistência a aplicar leis contra *empréstimos predatórios*[63] e na prossecução de acusações regulatórias rígidas. A *captura regulatória*

---

[56] BAIR, Sheila, "Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself", Nova Iorque, Simon & Schuster, 2013

[57] *Federal Deposit Insurance Corporation*, identificada pelo acrónimo *FDIC*.

[58] A autora demonstra, em várias partes da obra, o notório enviesamento de certas entidades reguladoras *norte-americanas* face aos grandes atores do setor bancário. Podemos identificar esta leitura, nomeadamente, a partir de citações como *"The fact that the OCC would even question our authority to tell the banks to raise their capital cushions above the bare-bones regulatory minimums spoke volumes about that agency's skewed priorities and inability to see beyond the needs of its largest banks."* (in BAIR, Sheila, "Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself", Nova Iorque, Simon & Schuster, 2013).

[59] LEVITIN, Adam, "The Politics of Financial Regulation and the Regulation of Financial Politics: A Review Essay", Cambridge, Harvard Law Review, 2014

[60] *Office of Thrift Supervision,* identificado pelo acrónimo *OTS*

[61] *Office of the Comptroller of the Currency,* identificado pelo acrónimo *OCC*

[62] *Federal Reserve Bank of New York,* conhecida coloquialmente como *Fed de Nova Iorque*

[63] Segundo *Carr* e *Kolluri*, definem-se por *empréstimo fraudulento* os *contratos de mútuo onerosos* caracterizados por taxas de juro e comissões excessivamente elevadas, assim como pela presença, nestes contratos, de cláusulas desnecessárias sem benefício para o contraente, tais como cláusulas de *"prestação balão"* (quando a dívida não é amortizada na sua totalidade durante o prazo do crédito, restando uma elevada percentagem da dívida total a ser restituída no vencimento do contrato), a inclusão de *seguros de vida de prémio único*, penalizações altas para o pagamento antecipado da dívida e, em sentido amplo, as práticas de disponibilização de crédito generalizada, desconsiderando a capacidade do

manifestou-se, portanto, no zelo excessivo de certos órgãos reguladores na proteção de determinadas instituições financeiras (nomeadamente, pelo esforço excessivo do *OTS* na tentativa de auxiliar o *Washington Mutual*, a sua maior entidade regulada, a evitar a *administração judicial* pelo *FDIC,* ou pelas tentativas generalizadas da *Fed de Nova Iorque* e do *OCC* de auxiliar o *Citi* em particular). No entendimento do autor, no que concerne à reforma regulatória, e face à *Crise de Execução Hipotecária dos Estados Unidos de 2010*[64], o *OCC* procurou mascarar as atividades dos bancos envolvidos na atribuição ilegal e fraudulenta de serviços de hipoteca, demonstrando a disfuncionalidade do sistema regulatório do setor bancário.

Assim, o fundamento da regulação das *agências de notação financeira* assenta, primordialmente, na necessidade da mitigação de *conflitos de interesse* (particularmente emergentes sob modelos de remuneração *"issuer-pays"*, nos quais são as próprias entidades avaliadas a assumir as despesas emergentes da notação). A *crise financeira de 2007-2008* veio demonstrar-nos a fragilidade deste sistema remuneratório, uma vez que eleva consideravelmente o risco de que a objetividade das avaliações emitidas por estas agências possa ser comprometida.[65] *Frada* salienta precisamente a ausência de cuidado por parte destas agências em determinadas circunstâncias, tornando clara que a desadequação da notação de risco atribuída pelas *agências de notação financeira*,

devedor em restituir a quantia contratada. De acordo com os autores, podemos estabelecer três fatores (isolados ou em conjunto) que permitem a caracterização de um empréstimo como *predatório*: primeiro, quando estes são comercialmente direcionados a determinados contraentes com base em raça, etnia, idade, género ou outras características pessoais sem correlação com questões de solvência; segundo, quando os termos do empréstimo são injustificáveis, irracionais ou desproporcionais; e, por fim, quando se verifica comportamento fraudulento com vista à maximização do impacto financeiro destrutivo nos consumidores derivado de técnicas de comercialização ou de termos contratuais inapropriados.

[64] Esta crise, também conhecida por *Foreclosuregate* ou *Escândalo do Robosigning*, foi desencadeada pelo começo de uma série de execuções hipotecárias indevidas, iniciadas pelos grandes bancos e demais credores, com recurso a processos automatizados de produção em massa de execuções falsas e forjadas (nomeadamente, de cessões de hipotecas) relacionadas com os próprios atos de execução, criados por partes desconhecedoras dos factos por si atestados, levantando ainda questões relativas à fraude notarial.

[65] Pela *Crise Financeira de 2007-2008*, tornou-se evidente que certas agências atribuíram classificações de risco desalinhadas com a realidade financeira factual de determinados emissores ou ativos, atribuindo classificações excessivamente favoráveis a produtos financeiros estruturados e contribuindo, assim, para a implosão subsequente do mercado global.

combinada com as *assimetrias informativas* naturalmente decorrentes do normal funcionamento do mercado de capitais, poderá originar prejuízos muito relevantes quer do ponto de vista do emitente afetado e desconsiderado (uma vez que a atribuição de um *rating* baixo limita o acesso ao mercado de capitais e, por consequência, resulta num aumento significativo dos custos de financiamento, nomeadamente no que concerne a *dívida pública*), mas também para o investidor que, confiando na reputação e credibilidade das agências, confia nas notações erroneamente generosas e, deste modo, é posicionado numa situação em que é exposto a circunstâncias financeiras altamente desfavoráveis ou, até, ruinosas.[66]

É também pertinente, no que concerne à regulação do setor da *notação financeira*, a procura pela redução dos impactos sistémicos causados por alterações abruptas nos ratings. Afetando estas avaliações diretamente a liquidez e custos de financiamento de governos e empresas, a alteração inesperada das circunstâncias pode resultar em mudanças inesperadas, gerando potencial instabilidade nos mercados e movimentos especulativos exacerbados. Tal preocupação foi evidenciada durante a *Crise Financeira de 2007-2008*, na qual classificações de alto grau foram atribuídas a produtos financeiros de risco elevado, nomeadamente a *Obrigações de Dívida Colateralizada*[67] e a *Contratos Garantidos por Hipoteca*[68]. Como é identificado por *Roseiro*[69], as agências de notação financeira tiveram um papel crucial no desencadear da *crise financeira*, uma vez que promoveram a comercialização de, por um lado, valores mobiliários expostos a créditos imobiliários de muito alto risco[70] (na essência, constituindo-se estes como *CDOs* e *MBS*s), assentando estes instrumentos financeiros em técnicas de *titularização* que, segundo *Calvão da Silva*[71], correspondem à emissão de valores mobiliários que, encontrando-se sustentados (ou tendo as suas bases) em *MBSs*, correspondem não ao empréstimo direto a proprietários, mas à participação, por via dos mercados secundários, na compra de empréstimos hipotecários e subsequente emissão de valores mobiliários

[66] FRADA, Manuel Carneiro da, "A Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco (rating): ensaio de construção dogmático-crítica", Coimbra, Almedina, 2018
[67] *Collateralized Debt Obligations*, identificadas pelo acrónimo *CDO*
[68] *Mortgage-Backed Securities*, identificadas pelo acrónimo *MBS*
[69] ROSEIRO, Duarte Contreiras, "As Sociedades de Notação de Risco e o Crime de Manipulação do Mercado", Coimbra, Almedina, 2019
[70] Estes ativos, classificados como *subprime*, são igualmente designados como *NINJA*, acrónimo de "No Income, No Jobs and No Assets")
[71] CALVÃO DA SILVA, João, "Titularização de Créditos – Securitization: No coração da crise financeira global", 3ª Edição, Coimbra, Almedina, 2013

derivados de si[72]. *No* que respeita aos *MBSs*, tem-se que estes assentam, segundo *Roseiro*, em créditos de habitação *"divididos em tranches consoante o risco que comportam"*, sendo este risco objeto de notação; já no que respeita às *CDOs*, estas podiam possuir como ativo subjacente os *MBSs*, o que proporcionaria uma segunda instância de diversificação de riscos e, por consequência, seria objeto de um segundo momento de notação. Ainda segundo o autor, *"a titularização no CDO pode ainda não corresponder à transmissão física do crédito, mas assentar num esquema de titularização sintética"*, isto é, situação na qual o ativo subjacente corresponde não à totalidade, mas exclusivamente ao risco associado ao crédito transmitido por via de *instrumentos financeiros derivados*[73], o que faz com que, contrariamente ao que sucede na titularização tradicional, verifica-se a inexistência de uma transmissão em virtude de cessão de créditos. Associando a estes fatores uma política imprudente de concessão de créditos e a alavancagem através de produtos financeiros complexos que, pela sua natureza, dependiam diretamente de uma particular improbabilidade de cumprimento para os seus fluxos de capital, encontraram-se reunidas as *"condições perfeitas"* para que a *Crise Financeira de 2007-2008* emergisse. Desempenhando as *agências de notação financeira* um papel fundamental na comercialização de produtos financeiros complexos (uma vez que, pela sua natureza complexa, o investidor médio dependia das classificações atribuídas pelas agências para alcançar conclusões quanto ao nível de risco associado aos produtos), e face à estrutura altamente opaca dos ativos subjacentes a estes produtos financeiros, estas agências tiveram uma grande influência na subsequente crise financeira, no sentido em que, por um lado, induziram ao investidor médio uma noção de risco desajustada ao real nível de risco associado ao produto e, por outro, permitiram que um conjunto de investidores sujeitos a restrições quanto ao tipo de produtos que estatutariamente ou legalmente poderiam incluir nos seus *portfólios*[74], assumissem níveis

[72] O autor identifica que, posteriormente, a prática foi estendida progressivamente a outros setores da economia *norte-americana* (originando-se, assim, a designação *ABS – Asset-Backed Securities*), entre os quais pelos créditos a empresas comerciais ou industriais, créditos ao consumo, créditos sobre o *leasing*, créditos para a aquisição de automóveis, entre outros.

[73] Um exemplo destes instrumentos financeiros derivados é o *Swap de Incumprimento de Crédito* (*Credit Default Swap,* identificado pelo acrónimo *CDS*)

[74] Nomeadamente, através de cláusulas contratuais *rating trigger*, ativada automaticamente quando verificada uma alteração na notação de crédito de uma entidade, título ou instrumento financeiro por determinada *agência de notação de risco*. Deste mecanismo podem resultar exigências adicionais de garantias, liquidações automáticas ou a aceleração de retribuições. Exemplos práticos deste mecanismo podem ser

de risco excedentes ao *apetite de risco* correspondente aos fundos respetivamente representados. Ainda que as *agências de notação financeira* tenham procurado desenvolver metodologias específicas no que concerne à notação destes *instrumentos financeiros* complexos, estas foram amplamente desconstruídas pelo meio académico como desadequadas e suscetíveis a distorções derivadas do modelo de incentivos e conflitos de interesse intrínsecos ao setor[75], o que fica evidenciado, como refere *Roseiro*[76], pela intervenção da *Standard & Poor's* na notação de produtos financeiros complexos (em particular, nas *Obrigações de Dívida de Proporção Constante*[77] que, criado pelo *ABN Amro Bank*, constituiu-se como *"o primeiro caso em que se responsabilizou civilmente uma SNR*[78] *nos países de Common Law, julgado pelo Tribunal Federal da Austrália"*) que, ao participar na comercialização dos mesmos, conjuntamente com a ampliação dos serviços prestados aos seus emitentes (em particular pelo *pre-rating assessment*, um serviço de consultoria segundo o qual se pretendia simular a futura notação mediante suposição hipotética de operações. A prestação destes serviços poderia constituir, segundo *Roseiro*, num *"exercício de um papel ativo por parte das SNR nas elaborações dos próprios produtos, gerando um fenómeno de emissões rating-driven*[79]*"*), se viu

identificados, nomeadamente, nos *contratos de dívida* (implicando a queda de nível de *rating* no pagamento antecipado de empréstimos ou no aumento das taxas de juros), nos *derivados financeiros* (em contratos como os *CDSs* encontram-se presentes cláusulas de ajuste de margem na eventualidade de quedas do *rating* do devedor) ou nos *acordos de recompra de dívida* (*debt buyback covenants* – certas empresas são forçadas à recompra de títulos caso se verifique uma queda do seu *rating* e/ou grau de investimento).

[75] Conforme é destacado por *Partnoy* (in PARTNOY, Frank, "Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis", "Legal Studies Research Paper Series Nº09-015 (Julho de 2009)", San Diego, University of San Diego School of Law, 2009), a *crise financeira de 2008* expôs a dependência excessiva do mercado nas classificações de risco, o que veio a evidenciar a mudança comportamental destas agências (deixando de atuar como intermediárias de informação e, pelo contrario, tornando-se em facilitadoras de instrumentos financeiros altamente estruturados) que, ao criar tranches artificialmente classificadas com *ratings* elevados, incentivaram a venda de ativos cujos respetivos riscos substanciais se encontravam mascarados.

[76] ROSEIRO, Duarte Contreiras, "As Sociedades de Notação de Risco e o Crime de Manipulação do Mercado", Coimbra, Almedina, 2019

[77] *Constant Proportion Debt Obligation*, identificadas pelo acrónimo *CPDO*

[78] O autor refere-se às *agências de notação financeira* como *sociedades de notação de risco*, adotando consequentemente o acrónimo *SNR* para as designar.

[79] Emissões de dívida (nomeadamente, obrigações ou *securities*) estruturadas de forma a garantir um rating específico por parte de uma *agência de notação financeira*. São caracterizadas pela otimização estrutural para um *rating* alvo (ou seja, desenhadas estruturalmente de modo a obter classificação como *grau de investimento*), o que resulta numa influência direta no custo de financiamento (sendo, regra geral, os *spreads* sobre os

forçada a proceder à revisão massiva das notações previamente atribuídas face ao colapso do mercado imobiliário, o que resultou num *"efeito dominó"* de sucessivos efeitos sistémicos.

Assim, a regulação económica das *agências de notação financeira* fundamenta-se na procura por um mercado financeiro mais transparente e eficiente, através da redução dos riscos associados à sua atuação e à garantia de que as avaliações por si geradas estejam assentes nos princípios da imparcialidade, da previsibilidade e da confiabilidade. Não obstante, o grande desafio da regulação deste setor reside no equilíbrio entre a necessidade indispensável da supervisão das suas atividades sem permitir uma restrição excessiva da inovação e da competitividade no setor (o que levaria inevitavelmente à concentração de poder num leque restrito de entidades), incentivando um ambiente mais dinâmico e competitivo. Segundo *Kruck*[80], a natureza oligopolítisca das agências de notação financeira limita os benefícios da concorrência do mercado livre, uma vez que o autor entende que a regulação insuficiente deste setor (assim como o estatuto informal de determinadas agências como *NRSROs*) revelou-se como indiscutivelmente insuficiente não apenas na responsabilização das mesmas, assim como na criação de *barreiras de entrada* de outros agentes económicos do setor, solidificando a posição dominante das três agências. A dependência dos mercados e das entidades reguladores em relação às *agências de notação financeira* origina, ainda, uma situação paradoxal no prisma regulatório – se é certo que a supervisão rígida destas agências tem como finalidade o aumento da transparência e a redução dos conflitos de interesse, também esta pode vedar o acesso a novos agentes económicos, o que resulta inevitavelmente numa redução da pressão competitiva e, potencialmente, colocando em risco a qualidade e fiabilidade das avaliações de risco. Por fim, o autor saliente ainda que, mesmo após a *crise financeira de 2007-2008*, as reformas regulatórias provaram-se como insuficientes para a alteração substancial das estruturas de mercado (preservando-se a estrutura oligopolística), sendo

títulos de emissores inversamente proporcionais aos *ratings* obtidos), em impactos na *securitização* (em produtos estruturados, as estruturas das tranches é tendencialmente definida de modo a que as classes superiores alcancem *ratings AAA*, o que facilita a sua comercialização a seguradores e fundos de pensão) e, como consequência, num risco acrescido de dependência excessiva nos *ratings* (uma vez que a otimização artificial das emissões estruturadas tem por objetivo principal a obtenção de *ratings* elevados, o que mascara os riscos subjacentes).

[80] KRUCK, Andreas, "Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance", 1ª Edição, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2011

que o aumento do nível de rigidez na regulamentação do setor resultou num aumento dos custos operacionais e, por consequência, em novos obstáculos para a entrada de novos participantes.

Assume-se nesta dissertação uma leitura da regulação como instrumento essencial para a correção das falhas estruturais do mercado, por um lado, mas também como mecanismo de promoção ativa da justiça económica e da confiança pública; reconhecendo que os mercados financeiros não são neutros nem infalíveis (constituindo-se, pelo contrário, como construções sociais permeáveis a interesses assimétricos e desequilíbrios de poder), entende-se que o papel do Estado deverá ir além da mera supervisão formal, devendo este constituir-se como estrategicamente interventivo, preventivo e normativo, sem que se torne, para este efeito, paralisante ou antagónico à competição. No caso das *agências de notação financeira*, a trajetória histórica (assim como o seu papel na *crise financeira de 2007-2008*) comprova que a confiança na reputação e na suposta autorregulação do setor se revela como profundamente ingénua face à nítida promiscuidade entre as funções de avaliação e os interesses comerciais dos próprios avaliados, agravada ainda por uma estrutura de mercado altamente concentrada; assim, cria-se um ambiente propício à complacência, à desresponsabilização e, em última instância, à disfunção sistémica. Defende-se, portanto, que a regulação do setor não se deve conformar à mera imposição de normas técnicas, devendo esta procurar, ainda, incorporar uma dimensão ética e institucional mais ampla, assente em princípios de transparência, responsabilidade e pluralismo metodológico; o desafio não reside, assim, apenas no combate aos abusos – pretende-se, ainda, desbloquear um sistema fechado, *oligopolizado* e refratário à entrada de novos atores, no sentido de permitir que a inovação, a diversidade e a concorrência possam surgir dentro de um enquadramento regulado. É por via deste equilíbrio entre a vigilância e o dinamismo (e entre a regulação e a abertura) que reside a verdadeira dificuldade do legislador e regulador contemporâneo, assentando a resposta não na imobilização do setor mas, antes, na definição de um campo de atuação que beneficie a integridade e penalize a complacência, sem que para este fim seja excluída a possibilidade de recurso a estruturas de natureza pública ou híbrida (que possam desempenhar, assim, um papel como *benchmark* de imparcialidade); o objetivo último deverá, assim, ter por base a construção de um setor de *notação financeira* ao serviço do interesse público e não, como regularmente é identificado, refém ou dominado por este.

III.c. Análise Comparativa das Abordagens Regulatórias do Setor

A regulação das *agências de notação financeira* transformou-se num tema central ao debate sobre a estabilidade dos mercados financeiros, em particular com o desencadear da *crise financeira de 2007-2008*. Com a crise e com as consequências derivadas da mesma, o papel destas agências ultrapassou a simples atribuição de classificações de risco, tornando-se percetível a influência que as suas avaliações detêm no que concerne ao custo de financiamento de governos e de empresas, nas decisões de investimento e, inclusivamente, no próprio acesso dos participantes dos mercados a financiamento externo[81]. Face a este impacto sistémico, foram verificados vários esforços regulatórios que, implementados ao longo das últimas décadas, foram implementados no sentido de mitigar os conflitos de interesse, de aumentar a transparência dos processos de notação e de reduzir a dependência excessiva dos investidores nos ratings de crédito. Não obstante os esforços, é ainda clara a presença de desafios complexos na regulação deste setor, dada a importância de manter o equilíbrio entre as necessidades de supervisão e a manutenção de padrões satisfatórios de eficiência e de concorrência nos mercados.

Neste sentido, é possível verificar que a regulação das *agências de notação financeira* varia consideravelmente entre diferentes jurisdições, o que reflete a existência de prioridades políticas distintas, diferentes estruturas de mercado e níveis variáveis de intervenção governamental. Enquanto certas jurisdições optam pela adoção de uma abordagem rigorosa e centralizada, outras jurisdições optam pelo recurso a sistemas regulatórios mais flexíveis (permitindo, por consequência, a um grau mais elevado de *autorregulação* destas agências). A evidente necessidade de supervisão deste setor surge, precisamente, como resposta a sucessivas crises financeiras e a casos notórios de práticas questionáveis na atribuição de notações de crédito, que vieram a impactar diretamente a estabilidade dos mercados globais – pegando no exemplo mais recente, da *crise financeira de 2007-2008*, foram reveladas deficiências estruturais no funcionamento das *agências de notação financeira*, nomeadamente no que concerne a conflitos de interesse oriundos do modelo remuneratório de *issuer-pays*, em falhas na transparência das

[81] As avaliações das *agências de notação financeira* são, de modo frequente, utilizadas como *"âncora"* ao investimento, no sentido em que estas classificações são frequentemente incorporadas a regulamentos financeiros que determinam os requisitos de capital para instituições bancárias e seguradoras.

metodologias e uma excessiva dependência regulatória dos ratings. Como consequência destas vicissitudes, diferentes reformas regulatórias foram implementadas ao longo da passada década, verificando-se diferentes abordagens por parte dos três principais blocos económicos globais – *Estados Unidos, União Europeia* e *República Popular da China* – na supervisão do setor[82]. Neste subcapítulo, procuraremos analisar comparativamente os modelos regulatórios destas três jurisdições, destacando por as suas principais diferenças, pontos fortes e desafios, mas procurando ainda identificar o modelo que se demonstra como mais eficaz na mitigação de riscos sistémicos e na promoção de um setor mais transparente e competitivo, procurando identificar o impacto das regulações na *concentração de mercado*, no papel das *agências de notação financeira* nas decisões de investimento e na estabilidade financeira global.

[82] Nos *Estados Unidos da América*, a regulação do setor é conduzida pela *Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos* (*SEC*), com foco maior na responsabilização legal das *agências de notação financeira* e na transparência dos ratings. Na *União Europeia*, a supervisão destas agências é centralizada na *Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados* (*ESMA*), optando por um modelo mais intervencionista. Por fim, na *República Popular da China*, a regulação é fortemente influenciada pelo Estado, com uma estrutura protecionista que promove o favorecimento das *agências de notação financeira* locais.

III.c.i. Regulação nos *Estados Unidos da América*

A regulação das *agências de notação financeira* nos *Estados Unidos* tem passado por alterações significativas no decorrer das últimas décadas, desencadeadas predominantemente pela *crise financeira de 2007-2008*. Tradicionalmente, este setor operava sob um modelo de *autorregulação*, sob o qual a *Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos* desempenhava um papel de supervisão limitado a funções de registo e reconhecimento destas agências como *NRSROs*. No entanto, como efeito das sucessivas falhas sistémicas reveladas durante a crise financeira, tornou-se evidente a necessidade de uma maior transparência, responsabilização e mitigação de conflitos de interesse. Neste sentido, podemos destacar um conjunto de iniciativas legislativas destinadas a alcançar os fins pretendidos – numa fase inicial, o *Credit Rating Agency Reform Act de 2006*[83] representou uma primeira tentativa de estabelecer uma supervisão reforçada sobre o setor, tendo-se esta revelado como nitidamente insuficiente pela eficácia limitada que representara; como consequência da falta de eficácia, foi posteriormente implementada uma reforma mais abrangente, por meio do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010*[84] que, ao procurar estabelecer mudanças estruturais na regulação do setor, tornou-se num marco regulatório pela criação do *Gabinete de Classificação de Crédito*[85], pela responsabilização legal das *agências de notação financeira* por casos de nítida negligência na avaliação de ativos e pela exigência por maior transparência nas metodologias de classificação adotadas. Neste subcapítulo, examinaremos a evolução da regulação do setor nos *Estados Unidos*, destacando os principais instrumentos normativos, as suas implicações no mercado financeiro e os desafios que ainda persistem na supervisão deste setor. Procura-se, portanto, compreender a eficácia das reformas implementadas na redução de concentração de mercado, na melhoria da qualidade das avaliações de risco e na mitigação dos impactos sistémicos na atividade da notação financeira.

---

[83] *Lei de Reforma das Agências de Notação de Crédito*, referenciado pelo acrónimo *CRARA*

[84] *Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção do Consumidor*, referenciada também como *Dodd-Frank*

[85] *Office of Credit Ratings*, referido pelo acrónimo *OCR*. Este gabinete é constituído como parte integral da *Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos*

A regulação das *agências de notação financeira*, nos *Estados Unidos da América*, é conduzida primordialmente pela *SEC*, órgão regulador responsável pela supervisão dos mercados de capitais e pela fiscalização das *NRSROs*. Não obstante, a eficácia desta supervisão tem sido objeto de persistente debate, uma vez que, do ponto de vista histórico, a sua intervenção é lida por muitos como passiva no sentido em que, ainda que concedendo reconhecimento oficial às *agências de notação financeira*, falha na tarefa de controlar de modo rigoroso as metodologias, o modelo de negócios e operações e potenciais conflitos de interesse emergentes. Anteriormente à *crise financeira*, a abordagem adotada por esta entidade, portanto, estaria assente num modelo de *autorregulação supervisionada*, sob o qual as *agências de notação financeira* detinham um elevado grau de autonomia na definição das metodologias e critérios de avaliação de risco adotados. Esta abordagem, fundamentada pela crença de que o mercado seria capaz de condicionar a atuação destas agências pelo mero funcionamento dos mecanismos naturais dos mercados (vg. por meio da concorrência e da perceção reputacional), demonstrou-se como ineficiente diante das falhas sistémicas que vieram a contribuir para a crise. A dependência excessiva dos investidores nos *ratings* atribuídos por estas agências, aliado ao modelo remuneratório *issuer-pays*, originou incentivos para a inflação artificial dos *ratings* atribuídos, ampliando os seus riscos sistémicos. É possível, portanto, identificar uma profunda alteração nas políticas, opções e âmbito de intervenção da *SEC* – se por um lado, no período anterior à *crise financeira de 2007-2008*, a *SEC* atuava sobretudo no registo e credenciação das agências como *NRSROs* (carecendo, não obstante, de uma fiscalização rigorosa), tendo como linha orientadora o modelo de *autorregulação*[86], o seu papel evoluiu, no pós-crise[87], para uma atuação de pendor significativamente mais ativo e intervencionista, procurando supervisionar de forma mais rigorosa as práticas das *agências de notação financeira*, estabelecendo e garantindo o cumprimento de regras com vista ao aumento da transparência, à redução de conflitos de interesse e à responsabilização legal destas agências por avaliações consideradas

[86] Ainda que certas iniciativas legislativas (vg. *Credit Rating Agency Reform Act de 2006*) tenham procurado, ainda antes da *crise financeira de 2007-2008*, impor princípios de maior transparência na atuação da *SEC*, estas iniciativas demonstraram-se como manifestamente insuficientes na mitigação significativa de conflitos de interesse e de metodologias operacionais problemáticas.

[87] Esta evolução deve-se, sobretudo, à promulgação do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010*, que permitiu uma reformulação significativa do quadro regulatório e conferindo à *SEC* maior autoridade para a monitorização do setor e, ainda, para a imposição de sanções.

negligentes; o estatuto das *agências de notação financeira* como *NRSROs* pela *SEC* passara, portanto, a implicar a sujeição destas agências a inspeções periódicas, quer no que concerne às suas práticas internas, mas também no que concerne à divulgação das metodologias adotadas nas suas atividades.

Não obstante, restam ainda diversos desafios contínuos à atividade deste setor, nomeadamente no que concerne à natureza *oligopolística* do mesmo (encontrando-se o setor ainda altamente concentrado nas *três irmãs*[88]), na dependência estrutural nos ratings (encontrando-se os investidores e os bancos ainda altamente dependentes nas classificações atribuídas pelas agências como referência essencial para a formação das decisões de investimento) e na persistência de conflitos de interesse (uma vez que, persistindo o modelo *issuer-pays*, continuam reunidas condições para o estímulo da inflação de ratings, dada a dependência económica das agências nas entidades e ativos avaliados). É possível questionar, portanto, e apesar dos avanços regulatórios identificados, até que ponto a *SEC* conseguira efetivamente mitigar os riscos inerentes às *agências de notação financeira* – se por um lado é nítida a expansão da supervisão e dos padrões de transparência impostos, verificam-se ainda graves falhas estruturais no funcionamento destas agências; o domínio destas agências na avaliação de risco nos mercados financeiros levanta, assim, questões quanto à eficácia da regulação na promoção da concorrência e na redução da dependência excessiva nos *ratings*, o que permite concluir que, apesar do fortalecimento da supervisão no setor, permanecem ainda desafios críticos, o que exige uma monitorização contínua e, possivelmente, novas reformas com vista à garantia da transparência e competitividade do setor. Torna-se, assim, indispensável analisar o âmbito de aplicação das reformas já aplicadas.

Relativamente à *Credit Rating Agency Reform Act de 2006*, esta configura-se como a primeira grande iniciativa nos *Estados Unidos da América* com vista à regulação formal das *agências de notação financeira*. Aprovada antes da própria *crise financeira de 2007-2008*, esta lei configura-se como uma resposta regulatória a crescentes críticas quanto à falta de transparência e supervisão no setor, assim como a crescentes preocupações quanto a conflitos de interesse no modelo de negócio destas agências. Antes da sua aprovação, a regulação destas agências nos *Estados Unidos* configurava-se como extremamente limitada, assente primordialmente num modelo de *autorregulação supervisionada*. O

[88] *Moody's, Standard & Poor's* e *Fitch*

mercado, como hoje, era já amplamente dominado por três grandes agências, o que levantava questões relativamente à restrição da concorrência (dada a opacidade dos métodos de atribuição do estatuto de *NRSROs*), à falta de transparência nas metodologias de classificação (não existindo um dever de divulgação, por parte das agências, relativo aos critérios utilizados na avaliação do risco de crédito) e aos conflitos de interesse do modelo *issuer-pays* (uma vez que, sendo os emissores responsáveis pelo financiamento das classificações respeitantes a si mesmos, emerge um risco significativo à inflação das classificações atribuídas como meio, das próprias agências, de promover a sua atividade). A *CRARA* vem, em 2006, introduzir um conjunto de novas regras com vista à melhoria da transparência e supervisão do setor, destacando-se como principais alterações o registo obrigatório de *NRSROs*[89], o aumento das competências de supervisão e de fiscalização pela *SEC*[90], a imposição de novos mecanismos com vista à mitigação de conflitos de

[89] Por via da *CRARA*, o processo de atribuição da classificação de uma determinada *agência de notação financeira* pela *SEC* evoluiu de um processo informal de reconhecimento (onde se verificava um considerável grau de arbitrariedade) para um processo formal de registo, implicando o cumprimento de critérios regulatórios claros (*Secção 4 da CRARA*, que emenda o *Securities Exchange Act de 1934* com a adição de uma *Secção 15E.*, relativa ao registo de *NRSROs*). Com esta alteração, procurou-se aumentar a concorrência do setor, permitindo a entrada de novos participantes. Com a criação de um processo mais transparente para o registo de novas agências como *NRSROs*, pretendia-se habilitar o acesso de novas agências ao setor, desafiando o domínio *oligopolístico* das *três grandes*; esta iniciativa teve parcialmente sucesso, na medida em que permitiu que outras agências (vg. *DBRS, Kroll Bond Rating Agency*) conseguissem adquirir uma parte maior do mercado após implementação da lei. *"SEC. 4. REGISTRATION OF NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS. 'SEC. 15E. REGISTRATION OF NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS. (a) REGISTRATION PROCEDURES.—(1) APPLICATION FOR REGISTRATION.—(A) IN GENERAL.—A credit rating agency that elects to be treated as a nationally recognized statistical rating organization for purposes of this title (in this section referred to as the 'applicant'), shall furnish to the Commission an application for registration, in such form as the Commission shall require, by rule or regulation issued in accordance with subsection (n), and containing the information described in subparagraph (B). (…)"*

[90] Com este marco legislativo, foi concedida à *SEC*, por um lado, autoridade direta para a supervisão e investigação das *agências de notação financeira* (garantindo, assim, a conformidade das suas práticas com as regras de mercado) e, por outro, a obrigatoriedade da realização de inspeções regulares nas agências (com a finalidade da monitorização contínua quanto à avaliação qualitativa das avaliações atribuídas, procurando-se mitigar manipulações de mercado). Podemos encontrar estas regras na *Secção 15E(c)* (*"Accountability for Ratings Procedures"*) da *CRARA*. *"SEC. 15E. REGISTRATION OF NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS. (c) ACCOUNTABILITY FOR RATINGS PROCEDURES.— (1) AUTHORITY.—The Commission shall have exclusive authority to enforce the provisions of this section in*

interesse[91] e a definição de padrões mais abrangentes de transparência na divulgação de metodologias de avaliação de crédito[92]. No entanto, ainda que a *CRARA* se tenha configurado como um avanço regulatório significativo, *Partnoy*[93] salienta a incapacidade desta lei na resposta às questões fundamentais do setor, limitando-se na sua abrangência a questões fundamentalmente superficiais e, por consequência, ignorando os problemas estruturais ao funcionamento atual das *agências de notação financeira*. Entre os pontos fundamentais da crítica de *Partnoy*, podemos identificar, essencialmente, um conjunto de

---

accordance with this title with respect to any nationally recognized statistical rating organization, if such nationally recognized statistical rating organization issues credit ratings in material contravention of those procedures relating to such nationally recognized statistical rating organization, including procedures relating to the prevention of misuse of nonpublic information and conflicts of interest, that such nationally recognized statistical rating organization—(A) includes in its application for registration under subsection (a)(1)(B)(ii); or (B) makes and disseminates in reports pursuant to section 17(a) or the rules and regulations thereunder. (2) LIMITATION.—The rules and regulations that the Commission may prescribe pursuant to this title, as they apply to nationally recognized statistical rating organizations, shall be narrowly tailored to meet the requirements of this title applicable to nationally recognized statistical rating organizations. Notwithstanding any other provision of law, neither the Commission nor any State (or political subdivision thereof) may regulate the substance of credit ratings or the procedures and methodologies by which any nationally recognized statistical rating organization determines credit ratings."

[91] Por força da lei, passou a ser imposta às *agências de notação financeira* a implementação de políticas e procedimentos internos com vista à redução de conflitos de interesse, minimizando a influência dos emissores quanto às classificações e, por consequência, exigindo uma maior separação entre as áreas operacionais de análise e vendas. Podemos encontrar estas regras na *Secção 15E(h)* (*"Management of Conflicts of Interest"*) da *CRARA*. *"(h) MANAGEMENT OF CONFLICTS OF INTEREST.—(1) ORGANIZATION POLICIES AND PROCEDURES.—Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures reasonably designed, taking into consideration the nature of the business of such nationally recognized statistical rating organization and affiliated persons and affiliated companies thereof, to address and manage any conflicts of interest that can arise from such business."*

[92] Passou a ser exigida às *agências de notação financeira* a divulgação pública dos métodos de avaliação de crédito adotados, permitindo o entendimento dos investidores quanto aos critérios utilizados na atribuição de classificações. Com esta medida, procurou-se uma mitigação da volatilidade dos *ratings* atribuídos. Podemos encontrar estas regras na *Secção 15E(a)(1)(B)(ii)* da *CRARA*. *"(a) REGISTRATION PROCEDURES.—(1) APPLICATION FOR REGISTRATION.—(B) REQUIRED INFORMATION.—An application for registration under this section shall contain information regarding— (ii) the procedures and methodologies that the applicant uses in determining credit ratings."*

[93] PARTNOY, Frank, "Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis", "Legal Studies Research Paper Series Nº09-015 (Julho de 2009)", San Diego, University of San Diego School of Law, 2009

quatro críticas ao conteúdo e abrangência deste diploma – em primeiro lugar, a sua crítica prende-se no facto de que os *ratings* atribuídos pelas agências, ao longo do tempo, evoluíram de um papel enquanto ferramentas informativas relativas ao risco de um determinado instrumento financeiro para um papel que, *de facto*, corresponde a uma *"licença regulatória"*; isto é, os *ratings* tornaram-se em "chaves de acesso" ao mercado financeiro, o que fez com que bancos, seguradoras e fundos de investimento dependessem de *ratings* elevados para o cumprimento das exigências regulatórias, que os investidores institucionais fossem obrigados à aquisição exclusiva de ativos com classificações superiores a um determinado patamar e que, como um todo, o sistema financeiro se tornasse excessivamente dependente das avaliações das *agências de notação financeira*, gerando-se incentivos perversos para a inflação dos *ratings* e para que os verdadeiros riscos fossem inflacionados; por via deste diploma, não foi devidamente eliminada (ou, até, mitigada) a dependência excessiva no setor, o que contribuiu para a continuidade das práticas problemáticas enfrentadas pelo setor. Numa segunda instância, e ainda que *Partnoy* reconheça que a *CRARA* tenha procurado ampliar a *concorrência de mercado* no setor pela criação de um processo formal para o registo de novas *NRSROs*, o autor entende a tentativa como ineficaz no sentido em que falhou na premissa da redução do domínio das *três grandes* no setor da *notação financeira*; mesmo sendo registadas (até 2009) sete novas *NRSROs*, verificava-se ainda que as *três grandes* detinham uma quota de 98% do mercado *norte-americano*, demonstrando-se as pequenas agências incapazes de competir de maneira realista dada a confiança exclusiva dos investidores nos *ratings* das líderes do setor; ainda no que concerne ao modelo orgânico do funcionamento destas agências, verifica-se a preservação do modelo *issuer-pays*, preservando-se assim o principal incentivo às condutas questionáveis das agências e, deste modo, demonstrando a insuficiência desta lei na transformação substancial da estrutura do setor (permitindo, assim, que as falhas estruturais perdurassem no tempo, contribuindo para o colapso financeiro dos anos que imediatamente sucederam). Em terceiro lugar, *Partnoy* destaca que a *CRARA* isentara explicitamente a responsabilidade legal das *agências de notação financeira* pela imprecisão das suas classificações, uma vez que, mesmo quando verificadas perdas significativas derivadas de classificações impróprias, não poderiam as agências ser legalmente responsabilizadas com base na legislação vigente[94], o que veio a

[94] Segundo o autor, os *ratings* atribuídos pelas *agências de notação financeira* são classificados, por meio da legislação vigente até à data, como "*meras opiniões*" (*Secção 15E(m) da CRARA*); deste modo, os *ratings* encontrar-se-iam protegidos pela *Primeira*

impedir que o mercado exercesse um papel disciplinador sobre as *agências de notação financeira* face à inexistência de consequências legais ou financeiras para *ratings* negligentes ou, até, manipulados. Por fim, o autor salienta como problema deste diploma a insuficiência dos poderes atribuídos à *SEC* para a regulação da substância dos *ratings* – se por um lado a *SEC* detinha poderes de registo e supervisão das agências, de exigir por metodologias transparentes e de monitorizar conflitos de interesse emergentes, a *SEC* seria incapaz de regular questões fundamentais como os métodos de cálculo dos *ratings*; assim, e cabendo esta decisão de modo exclusivo às próprias agências, persistiram no tempo metodologias imperfeitas na classificação de risco, sem que fossem concedidos poderes para a sua adequada fiscalização. Face a estas falhas, *Partnoy*[95] entende a *CRARA* como uma oportunidade perdida na reforma do setor, uma vez que se demonstrou como incapaz de abordar os principais problemas que levaram à crise financeira – entre os erros mais graves, o autor destaca a manutenção de uma elevada dependência regulatória nos *ratings* (atuando como um incentivo à manipulação de classificações), a falsa perceção de concorrência (que falhou no combate à concentração de mercado neste setor), a falta de responsabilização legal (permitindo que as *agências de notação financeira* continuassem a operar sem consequências legais tangíveis) e a falta de supervisão metodológica (permitindo a preservação de modelos de avaliação imprecisos ou, até, tendenciosos); estas falhas, posteriormente, viriam a ser confirmadas pela *crise financeira de 2007-2008*, onde fica demonstrado o papel central destas agências na criação da *bolha* do mercado de produtos estruturados (em particular, no que concerne às *Obrigações de*

Emenda da Constituição dos Estados Unidos e, assim, estabelecendo-se a imunidade destas agências contra ações judiciais. Um exemplo prático disponibilizado pelo autor foca-se no caso *Lehman Brothers* que, até pouco tempo antes do seu colapso, preservou um *rating* de *"A"*, o que originou prejuízos consideráveis para os seus investidores; por via da legislação vigente, apesar dos prejuízos causados, as *agências de notação financeira* não puderam ser legalmente responsabilizadas pelos danos derivados da sua conduta. *"(m) RULES OF CONSTRUCTION.—(1) NO WAIVER OF RIGHTS, PRIVILEGES, OR DEFENSES.—Registration under and compliance with this section does not constitute a waiver of, or otherwise diminish, any right, privilege, or defense that a nationally recognized statistical rating organization may otherwise have under any provision of State or Federal law, including any rule, regulation, or order thereunder." "(2) NO PRIVATE RIGHT OF ACTION.—Nothing in this section may be construed as creating any private right of action, and no report furnished by a nationally recognized statistical rating organization in accordance with this section or section 17 shall create a private right of action under section 18 or any other provision of law."*

[95] PARTNOY, Frank, "Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis", "Legal Studies Research Paper Series Nº09-015 (Julho de 2009)", San Diego, University of San Diego School of Law, 2009

Dívida Colateralizada e aos *Contratos Garantidos por Hipoteca*). Este diploma, portanto, e apesar de ter representado um importante passo inicial na tentativa da regulação do setor de notação financeira, demonstrou-se insuficiente na mitigação da adulteração dos *ratings* e, consequentemente, na prevenção dos impactos devastadores da crise financeira; seriam estas falhas a justificar, numa fase posterior, a promulgação da *Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção do Consumidor de 2010* como mecanismo de retificação dos erros fundamentais da *CRARA.*

Já no que concerne à *Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção do Consumidor de 2010*, tem-se que esta se constitui como uma resposta regulatória sem precedentes à *crise financeira de 2007-2008* (que, como se sabe, expôs falhas sistémicas no mercado de créditos e, de amplo modo, no setor financeiro como um todo). Por via deste diploma, a regulação das *agências de notação financeira* configura-se como um pilar significativo, considerando a vasta influência do setor na criação e propagação da crise – esta reforma representa, portanto, a maior iniciativa regulatória do setor desde a *Grande Depressão*[96], procurando reduzir o risco sistémico, fortalecer a supervisão das *instituições financeiras* (com especial ênfase nas *agências de notação* financeira, dado a sua influência na propagação da crise financeira) e elevar os padrões de transparência. Segundo *Acharya*[97], a regulação destas agências baseara-se na premissa de que os conflitos de interesse e a falta de transparência na notação de produtos financeiros estruturados se constituíram como fatores centrais na crise, sendo necessária a imposição de regras mais rígidas de *governance*, supervisão e responsabilização legal destas agências por parte do regulador, procurando assim restaurar a confiança dos investidores no setor e a redução substancial da dependência dos mercados nos *ratings*. É possível, assim, identificar um conjunto de quatro reformas estruturais implementadas no setor por via do *Dodd-Frank* – em primeiro lugar, podemos identificar como pilar legislativo a

[96] A *Grande Depressão*, também conhecida por *Crise de 1929*, correspondeu à maior crise financeira da história dos *Estados Unidos da América*, iniciando-se esta em 1929 e tendo persistindo até ao final do *período entreguerras*. Os seus efeitos nefastos na economia *norte-americana* (que sofreu, durante este período, a maior depressão económica do *Século XX*) culminaram na criação da linha económica de pensamento *keynesiano*, em 1936, que promoveu a alteração profunda da relação entre os *Estados* e os diversos participantes dos mercados.

[97] ACHARYA, Viral, et al., "Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance", Hoboken, John Wiley and Sons, 2011

criação do *Office of Credit Ratings*[98] (que, constituindo-se como parte formal da *SEC*, assumiu as funções de supervisão direta das *NRSROs*[99]. Este gabinete assumiu, assim, a responsabilidade da monitorização metodológica das *agências de notação financeira*, da avaliação quanto à precisão das classificações atribuídas pelas agências e, ainda, da punição destas agências quando violados os princípios de transparência e *governance*), resultando numa consequente ampliação generalizada da supervisão setorial[100]; em segundo lugar, é também um marco legislativo significativo desta iniciativa legislativa o fim da imunidade jurídica das *agências de notação financeira*[101], permitindo que fossem estabelecidos padrões de responsabilidade legal destas agências pela conduta negligente na atribuição de *ratings*; em terceiro lugar, este diploma veio ainda reduzir a dependência regulatória nos *ratings* atribuídos pelas agências, no sentido em que impôs a remoção da

[98] *Gabinete de Classificação de Crédit*, referido pelo acrónimo *OCR*; por via desta lei, este gabinete dispõe de autoridade para a inspeção anual das *agências de notação financeira* na garantia da conformidade com padrões regulatórios, para a imposição de penalidades (ou, até, suspensão de licenças) em casos de violações e, ainda, de monitorização da separação entre atividades comerciais e de *rating* (com vista à minimização de conflitos de interesse).

[99] De acordo com a *Secção 932* da *Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção do Consumidor de 2010*; *"The Commission shall establish within the Commission an Office of Credit Ratings (referred to in this subsection as the 'Office') to administer the rules of the Commission— (i) with respect to the practices of nationally recognized statistical rating organizations in determining ratings, for the protection of users of credit ratings and in the public interest; (ii) to promote accuracy in credit ratings issued by nationally recognized statistical rating organizations; and (iii) to ensure that such ratings are not unduly influenced by conflicts of interest."*

[100] Segundo *Altman*, esta supervisão contínua visa a correção de falhas históricas desencadeadas por regulação insuficiente, vindo a permitir um controlo mais rígido quanto à atuação das *agências de notação financeira*.

[101] Por força da *Secção 933* da *Lei Dodd-Frank*, ao contrário do que se verificava anteriormente (em que as *agências de notação financeiras* se encontravam protegidas pela alegação de que as suas classificações se constituiriam como *meras opiniões* que, deste modo, estariam salvaguardadas pela *Primeira Emenda à Constituição dos Estados Unidos*), foi eliminada a *imunidade jurídica* destas agências. *Acharya* partilha o entendimento de que esta alteração se configurou como essencial para garantir que as *agências de notação financeira* passassem a estar diretamente expostas aos riscos reais associados a classificações imprecisas ou, até, fraudulentas. *"The enforcement and penalty provisions of this title shall apply to statements made by a credit rating agency in the same manner and to the same extent as such provisions apply to statements made by a registered public accounting firm or a securities analyst under the securities laws, and such statements shall not be deemed forward-looking statements for the purposes of section 21E."*

obrigatoriedade do uso de *ratings* de crédito nas regulamentações financeiras[102], procurando com esta opção reduzir a influência excessiva das *agências de notação financeira* no mercado e, assim, forçando os bancos e investidores a desenvolver modelos internos de avaliação de risco; por fim, foram também impostas às *agências de notação financeira* responsabilidades no que concerne à obrigatoriedade da divulgação pública das suas metodologias de classificação, assim como no que concerne à explicação pública de alterações substanciais nos *ratings* relativos a um determinado ativo[103]. É, no entanto,

---

[102] Esta exigência resulta das *Secções 939 ("Removal of statutory references to credit ratings") e 939A ("Review of reliance on ratings") da Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção do Consumidor de 2010. "The Federal Deposit Insurance Act (12 U.S.C. 1811 et seq.) is amended—(1) in section 7(b)(1)(E)(i), by striking 'credit rating entities, and other private economic' and inserting 'private economic, credit,'; (2) in section 28(d)—(A) in the subsection heading, by striking 'NOT OF INVESTMENT GRADE'; (B) in paragraph (1), by striking 'not of investment grade' and inserting 'that does not meet standards of credit-worthiness as established by the Corporation'.", "(a) AGENCY REVIEW.—Not later than 1 year after the date of the enactment of this subtitle, each Federal agency shall, to the extent applicable, review— (1) any regulation issued by such agency that requires the use of an assessment of the credit-worthiness of a security or money market instrument; and (2) any references to or requirements in such regulations regarding credit ratings. (b) MODIFICATIONS REQUIRED.—Each such agency shall modify any such regulations identified by the review conducted under subsection (a) to remove any reference to or requirement of reliance on credit ratings and to substitute in such regulations such standard of credit-worthiness as each respective agency shall determine as appropriate for such regulations. (c) REPORT.—Upon conclusion of the review required under subsection (a), each Federal agency shall transmit a report to Congress containing a description of any modification of any regulation such agency made pursuant to subsection (b)."* Não obstante, *White (in: "*WHITE, Lawrence, et al., "Regulation of Rating Agencies", "Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance", Hoboken, John Wiley and Sons, 2011") observa que, na prática, ainda se verifica uma confiança generalizada pelos investidores e reguladores nos *ratings*, o que levanta dúvidas quanto à eficácia desta alteração legislativa.

[103] A referida alteração decorre da *Secção 932* da *Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção do Consumidor de 2010*, que impõe a divulgação de relatórios detalhados quanto ao desempenho histórico das suas avaliações. Segundo *Altman*, esta medida tem como finalidade a mitigação do risco de alterações súbitas e inesperadas no mercado, permitindo a compreensão pelos investidores das premissas e limitações dos *ratings*. *"(r) CREDIT RATINGS METHODOLOGIES.—The Commission shall prescribe rules, for the protection of investors and in the public interest, with respect to the procedures and methodologies, including qualitative and quantitative data and models, used by nationally recognized statistical rating organizations that require each nationally recognized statistical rating organization—(1) to ensure that credit ratings are determined using procedures and methodologies, including qualitative and quantitative data and models, that are—(A) approved by the board of the nationally recognized statistical rating organization, a body performing a function similar to that of a board; and (B) in accordance with the policies and procedures of the nationally recognized*

importante analisar se o diploma *Dodd-Frank*, para além das suas disposições normativas já analisadas, se constituiu como um instrumento suficiente para a regulação adequada e eficaz do setor da *notação financeira*; neste sentido, e ainda que esta lei tenha representado avanços significativos no combate às vicissitudes associadas ao setor, são identificados um conjunto de falhas e desafios na implementação destas reformas – em primeiro lugar, *Cash*[104] salienta que *Dodd-Frank*, embora tendo tido como intenção a redução da influência das *três grandes*, resultou num impacto desproporcional sobre as pequenas agências de rating, o que perverteu o efeito de procurar facilitar a entrada de novos intervenientes no setor para o estabelecimento de barreiras de entrada adicionais e, consequentemente, um reforço do domínio *oligopolístico* das líderes de mercado; *Acharya et al.*[105] salientam ainda como falha a ausência de iniciativa legislativa quanto ao modelo remuneratório *issuer-pays*, uma vez que esta lacuna legislativa permite a manutenção dos conflitos de interesse existentes e, assim, é preservado o incentivo para que as *agências de notação financeira* inflacionem os *ratings* atribuídos como meio da preservação de relações comerciais vantajosa com os emissores; por outro lado, os mesmos autores identificam como falha regulatória a persistência de uma dependência excessiva dos *ratings* na regulação financeira (sendo que, ainda que tal dependência tenha sido configurada como um dos focos essenciais da reforma de *Dodd-Frank*, não se verificaram, na prática, os efeitos de mitigação pretendidos), permanecendo várias

---

statistical rating organization for the development and modification of credit rating procedures and methodologies;(2) to ensure that when material changes to credit rating procedures and methodologies (including changes to qualitative and quantitative data and models) are made, that—(A) the changes are applied consistently to all credit ratings to which the changed procedures and methodologies apply;(B) to the extent that changes are made to credit rating surveillance procedures and methodologies, the changes are applied to then-current credit ratings by the nationally recognized statistical rating organization within a reasonable time period determined by the Commission, by rule; and (C) the nationally recognized statistical rating organization publicly discloses the reason for the change; and (3) to notify users of credit ratings— (A) of the version of a procedure or methodology, including the qualitative methodology or quantitative inputs, used with respect to a particular credit rating; (B) when a material change is made to a procedure or methodology, including to a qualitative model or quantitative inputs; (C) when a significant error is identified in a procedure or methodology, including a qualitative or quantitative model, that may result in credit rating actions; and (D) of the likelihood of a material change described in subparagraph (B) resulting in a change in current credit ratings."

[104] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

[105] ACHARYA, Viral, et al., "Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance", Hoboken, John Wiley and Sons, 2011

instituições financeiras e investidores institucionais altamente dependentes dos *ratings* atribuídos para o cumprimento de requisitos de capital e para a determinação da elegibilidade de determinados ativos; também no sentido das falhas resultantes da aplicação prática do diploma, *Cash*[106] identifica como falha a insuficiência da responsabilização das *agências de notação financeira*, sendo que, contrariamente aos objetivos estabelecidos pela iniciativa legislativa, a *SEC* permanece passiva no que concerne à aplicação rigorosa das exigências legalmente estabelecidas, permitindo que as *agências de notação financeira* evitassem, deste modo, a responsabilidade legal em diversas circunstâncias; *Acharya et al.* salientam, ainda, a eficácia limitada do diploma na redução de riscos sistémicos, uma vez que vários problemas emergentes da problemática levantada (vg. a inter-conectividade entre grandes instituições financeiras e a dependência excessiva nos *ratings*) se encontram como parcial ou totalmente omissos na legislação em causa, o que resulta na eficácia limitada na medida da mitigação substancial dos incentivos para as práticas de risco; por fim, é salientado pelos autores como problema o elevado nível de imposições burocráticas e, por consequência, a ineficiência na aplicação da lei, uma vez que, ainda que *Dodd-Frank* tenha originado um alargado leque de novas regras e de reguladores, verifica-se que a sua aplicação prática se encontra amordaçada pela implementação débil das mesmas e, até, pelas pressões do próprio setor financeiro, criando níveis de complexidade elevados e, por consequência, resultando em impactos limitados.

É possível o entendimento, com base nas conclusões dos autores, de que a regulação das *agências de notação financeira* nos *Estados Unidos da América* se tem configurado como um tema central no debate sobre a estabilidade financeira global, nomeadamente face aos nefastos efeitos da *crise financeira de 2007-2008*. Embora se tenha verificado a introdução de várias reformas ao longo das últimas décadas, é nítida a persistência de desafios significativos prejudiciais à eficácia do quadro regulatório que, deste modo, perpetuam vulnerabilidades no sistema financeiro. Embora se entenda como vasto o número de questões onde a reforma futura se configura como imprescindível, é possível identificar um conjunto de fragilidades nucleares à regulação *norte-americana* do setor, consolidando-se estas como os principais entraves à correta supervisão regulatória da atuação das agências. Um dos principais problemas identificados pela vasta maioria dos

[106] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

autores é a manutenção do modelo remuneratório *issuer-pays* (no qual são as próprias entidades emissoras de títulos financeiros responsáveis monetariamente pelas classificações atribuídas pelas *agências de notação financeira*) e, com ele, a preservação de incentivos perversos para a inflação de classificações e para a preservação de relações comerciais com os respetivos emissores (que, conjuntamente, comprometem a imparcialidade das avaliações atribuídas); segundo *Cash*[107], as reformas regulatórias apresentaram falhas graves na abordagem eficaz deste conflito de interesses, no sentido em que permitiram, por um lado, a continuidade operacional das agências sob um modelo remuneratório altamente suscetível a vícios, mas também no sentido em que se configuraram como omissas no que concerne aos serviços adicionais prestados pelas agências (vg. consultoria e pré-avaliação) que, pelo reforço do grau de dependência económica das agências nos emissores, reforça também a tendência para a atribuição de avaliações complacentes e para o favorecimento de interesses comerciais em detrimento dos padrões de transparência e de precisão na atribuição de *ratings*; também *Bai*[108] identifica o mesmo problema no setor, identificando por via de estudos a incapacidade regulatória da mitigação desta prática e as dificuldades práticas da migração para um modelo *investor-pays*[109]. Outro desafio nuclear na regulação deste setor reside na contínua dependência dos mercados financeiros e das autoridades regulatórias nos *ratings* das grandes agências, tendo sido demonstrado pela *crise financeira de 2007-2008* a distorção de incentivos (quer de instituições financeiras, quer de investidores) resultantes da inclusão dos *ratings* como requisitos regulatórios e, assim, o tratamento preferencial de ativos com classificações elevadas sem a consideração dos riscos a si subjacentes; segundo *Langohr* e *Langohr*[110], é argumentado que a dependência excessiva nos *ratings* enfraquece a disciplina dos mercados, reduzindo também o escrutínio independente dos

[107] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

[108] BAI, Lin, "On Regulating Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry", Cincinnatti, University of Cincinnati College of Law Scholarship and Publications, 2010

[109] Dentro das dificuldades práticas identificadas pela autora, podemos identificar, nomeadamente, a prática de *free-riding*; esta prática consiste, em suma, na utilização gratuita (por parte de investidores terceiros) de avaliações financiadas por um determinado investidor, resultando num encargo adicional para o investidor financiador do *rating* e originando um desequilíbrio não informativo, mas económico.

[110] LANGOHR, Herwig, et al., "The Rating Agencies and their Credit Ratings", Sussex Ocidental, John Wiley & Sons, 2008

investidores sobre os riscos adjacentes a determinados ativos[111]; também *Kruck*[112] identifica o problema da dependência regulatória excessiva, interpretando a mesma como um incentivo para a substituição das avaliações internas de risco pelos *ratings* externos. Outro dos argumentos levantados quanto aos desafios da regulação *norte-americana* do setor prende-se pela ausência de mecanismos robustos na responsabilização de *agências de notação financeira*, ainda que se tenha verificado o alargamento da responsabilização legal das agências após a *crise financeira de 2007-2008* por via da lei de *Dodd-Frank* (antes da qual as agências beneficiavam de um regime de ampla imunidade legal quanto aos efeitos das suas classificações, derivado da interpretação das mesmas como meras opiniões); segundo *Levich, Majnoni* e *Reinhart*[113], é nítida a ausência prática de quaisquer ações legais com vista à responsabilização legal destas agências (verificando-se, na prática, a ausência de uma quantidade significativa de ações movidas), sendo ainda as multas aplicadas insuficientes no combate a negligências futuras; os autores identificam, ainda, um problema na execução (*enforcement*), dado que a *SEC* e outras entidades reguladoras enfrentam, ainda, desafios institucionais na imposição de penalidades severas e na salvaguarda de metodologias suficientemente rigorosas por parte das *agências de notação financeira;* também *Partnoy*[114] identifica esta falha, uma vez verificada a circunstância de que, ainda que regulamentarmente salvaguardadas como situações passivas de responsabilização legal, são ainda os *ratings* amplamente interpretados como *meras opiniões*. É também salientado como problema fundamental do setor no plano *norte-americano* a ausência de concorrência setorial (e, por consequência, a *concentração de mercado*), sendo identificada por autores como *Kruck* a persistente dificuldade (apesar das medidas legislativas tomadas) na criação de condições favoráveis à concorrência de mercado no setor, apesar dos esforços verificados por via da *CRARA*. Por fim, é ainda claro um problema quanto à supervisão e qualidade metodológica das *agências de*

[111] Segundo os autores, a regulação deste setor, em condições ideais, deveria promover a diversificação das metodologias de avaliação de risco, encorajando o desenvolvimento de mecanismos internos para a medição dos riscos de crédito inerentes a determinados ativos por parte das instituições financeiras.
[112] KRUCK, Andreas, "Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance", 1ª Edição, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2011
[113] LEVICH, Richard M., et al., "Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System", Nova Iorque, Springer Science+Business Media, 2002
[114] PARTNOY, Frank, "Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis", "Legal Studies Research Paper Series Nº09-015 (Julho de 2009)", San Diego, University of San Diego School of Law, 2009

notação financeira, verificando-se a dificuldade acrescida por parte das entidades reguladoras na garantia da utilização de metodologias adequadas e transparentes por parte destas agências; *Alcubilla*[115] salienta a existência de três grandes áreas problemáticas – a integridade questionável das *agências de notação financeira* (face aos conflitos de interesse), a baixa qualidade metodológica na avaliação de risco (em especial no que concerne a produtos financeiros estruturados) e a falta de transparência na divulgação dos critérios de avaliação utilizados; durante a crise financeira, tornou-se, portanto, evidente que várias das premissas utilizadas pelas *agências de notação financeira* na classificação de ativos estruturados (vg. *CDOs*) se configuravam como notoriamente imprecisas, tendo as sucessivas reformas regulatórias mitigado (mas não eliminado) os problemas resultantes da falta de transparência, mas sem que, por outro lado, a supervisão regulatória se demonstrasse como suficiente na monitorização eficaz da qualidade dos *ratings*. Podemos concluir, assim, que embora sejam claros os avanços legislativos na regulação das *agências de notação financeira,* é clara a persistência de desafios estruturais limitadores da sua eficácia; o modelo de negócios destas agências, os conflitos de interesse inerentes, a dependência excessiva das entidades reguladoras nos *ratings,* a falta de concorrência e as dificuldades na responsabilização das agências são problemas que ainda não se encontram devidamente solucionados[116]. É clara, assim, a necessidade urgente da reavaliação do papel das *agências de notação financeira* nos mercados financeiros, assim como do reforço dos mecanismos de supervisão e responsabilização. Entre as possíveis soluções, podemos destacar o incentivo a modelos alternativos de remuneração, a diversificação das fontes de *ratings* e a criação de mecanismos mais eficazes na monitorização da atuação das agências (e, em casos de cumprimento, na penalização das condutas negligentes). A incapacidade interventiva quanto a estas falhas levará à persistência de um risco económico acrescido em futuras circunstâncias de crise financeira, sendo os seus potenciais efeitos exacerbados pela regulação insuficiente do setor.

---

[115] GARCÍA ALCUBILLA, Raquel, et al., "Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation", 1ª Edição, Oxford, Oxford University Press, 2012

[116] Como apontam *Levich, Majnoni e Reinhart*, a *crise financeira de 2007-2008* deveria ter-se constituído como um importante ponto de viragem para uma reforma aprofundada do setor. Não obstante, verifica-se ainda, apesar dos diversos esforços legislativos, a persistência de várias das falhas nucleares relativas ao funcionamento do setor.

III.c.ii. Regulação na *União Europeia*

No panorama *europeu*, a regulação das *agências de notação financeira* também se constitui como um dos pilares na garantia da transparência e estabilidade dos mercados. Com a *crise financeira de 2007-2008*, foram expostas as falhas na supervisão das *agências de notação financeira*, tornando clara a necessidade de uma regulação mais rigorosa; esta necessidade culminou na criação da *Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados*[117], levando à centralização da supervisão das agências de *rating* no bloco[118]. Segundo Moloney[119], a *ESMA* representa um dos maiores avanços no campo da regulação financeira europeia, tendo correspondido numa ampliação significativa da supervisão centralizada e a uma padronização das práticas de notação financeira. O modelo europeu destaca-se por uma abordagem mais interventiva quando comparado com outras jurisdições (vg. *Estados Unidos da América*[120]), com a imposição de regras estritas quanto ao registo, quanto aos padrões de transparência e quanto à mitigação de conflitos de interesse. Como aponta *Chiu*[121], diferentemente do que se verifica no panorama *norte-americano* (onde a regulação setorial adota um modelo assente primordialmente na supervisão indireta e na autorregulação parcial), o modelo europeu adota uma postura mais rígida, desempenhando um papel mais interventivo na direção do setor. A introdução de regulamentos como *(CE)1060/2009* (e a sua posterior revisão pelo *(EU)462/2013*) reforça, portanto, a independência e a responsabilidade destas agências, vindo a estabelecer penalizações para o incumprimento normativo. Entre

---

[117] *European Securities and Markets Authority*, designada pelo acrónimo *ESMA*. Criada em 2011 como parte do *Sistema Europeu de Supervisão Financeira* (designado pelo acrónimo *ESFS*), foi estabelecida para a garantia da estabilidade e integridade dos mercados financeiros na *União Europeia*. A sua criação constitui, portanto, uma resposta direta à *crise financeira de 2007-2008* e à necessidade de uma supervisão mais centralizada e eficiente no bloco europeu.

[118] A *ESMA*, no panorama *europeu*, desempenha um papel estratégico na harmonização regulatória dentro da *União Europeia*, assim como na cooperação com as diversas entidades globais do setor na garantia da segurança e previsibilidade financeira.

[119] MOLONEY, Niamh, "EU Securities and Financial Markets Regulation", 4ª Edição, Oxford, Oxford University Press, 2023

[120] Contrariamente ao que se verifica no modelo *norte-americano* (através da *SEC*), a *ESMA* desempenha um papel mais ativo na fiscalização, aplicação de sanções e definição de diretrizes para o setor.

[121] CHIU, Iris, "Regulatory Governance of Credit Rating Agencies in the EU: The Perils of Pursuing the Holy Grail of Rating Accuracy", European Journal of Risk Regulation, Volume 4, 2ª Edição, Cambridge, Cambridge University Press, 2013

as principais funções da *ESMA*, é possível destacar as suas competências no que concerne ao registo e autorização (*Artigos 14º* a *18º;* sendo obrigatório o registo na *ESMA* para a operação de uma *agência de notação financeira* na *EU*, e estando este dependente do cumprimento de padrões de *governance*, independência e transparência)[122], na supervisão contínua[123] (*Artigos 21º, 23º-B a 23º-D e 24º*) sendo as atividades das agências constantemente monitorizadas tendo em vista a garantia do cumprimento dos requisitos regulatórios, assim como de padrões elevados de qualidade e independência), na aplicação de penalizações[124] (*Artigos 36º-A a 36ºE*; estando previstas sanções aplicáveis pela *ESMA* em casos da violação das regras legais estabelecidas, podendo estas corresponder desde meras advertências até multas significativas ou, até, à revogação do registo), na emissão de diretrizes e de padrões técnicos[125] (vg. *Artigo 21º nº4;* sendo desenvolvidas pela *ESMA* regulamentações e interpretações técnicas na orientação do funcionamento do setor da notação financeira *europeu*, contribuindo assim para a harmonização das regras entre diferentes estados-membros) e na avaliação de impacto e emissão de recomendações[126] (vg. *Artigo 21º nº5* e *nº6*; desempenhando a *ESMA*, com

---

[122] Ainda que a *ESMA* tenha reduzido significativamente a morosidade do processo de registo, é verificado pelo *Tribunal de Contas Europeu*, em 2015, que o processo permanece altamente complexo face à presença de exigências regulatórias rigorosas (in ""Special Report – EU supervision of credit rating agencies – well established but not yet fully effective", European Court of Auditors, 2015")

[123] *Pagliari* observa, na sua obra (in "PAGLIARI, Stefano, "Making Good Financial Regulation – Towards a Policy Response to Regulatory Capture", International Centre for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House Publishing, 2012"), que o nível de supervisão intensiva pode resultar num processo excessivamente burocrático, dificultando a flexibilidade das agências europeias para competir com as suas contrapartes *norte-americanas*.

[124] *Chiu* argumenta (in CHIU, Iris, "Regulatory Governance of Credit Rating Agencies in the EU: The Perils of Pursuing the Holy Grail of Rating Accuracy", European Journal of Risk Regulation, Volume 4, 2ª Edição, Cambridge, Cambridge University Press, 2013") que a imposição de penalidades elevadas pode criar um efeito perverso, no sentido em que promove a dependência dos mercados num conjunto restrito de grandes *agências de notação financeira* e, deste modo, resultando numa redução substancial da concorrência.

[125] *Moloney* destaca (in "MOLONEY, Niamh, "EU Securities and Financial Markets Regulation", 4ª Edição, Oxford, Oxford University Press, 2023") que, apesar dos esforços de uniformização, permanecem ainda claros desafios na implementação homogénea das regras em diferentes estados-membros.

[126] O *Tribunal de Contas da União Europeia* (in ""Special Report – EU supervision of credit rating agencies – well established but not yet fully effective", European Court of Auditors, 2015") salienta que a eficácia destas avaliações é, ainda, limitada; tal limitação deve-se, sobretudo, à ausência de um mecanismo uniforme para a implementação nos diversos *estados-membros*.

frequência periódica, a função da realização de estudos quanto ao impacto das *agências de notação financeira* no mercado europeu, com a sugestão de melhorias regulatórias consoante as necessidades setoriais); a *ESMA* desempenha, ainda, um papel nuclear no panorama internacional – por um lado, esta agência promove coordenação com as diversas entidades reguladoras globais[127], com o fim da progressiva padronização internacional da regulação das *agências de notação financeira*; por outro, tal como salienta *Moloney*[128], a *ESMA* desempenha funções no que concerne à avaliação da equivalência regulatória para *agências de notação financeira* estrangeiras – isto é, torna-se possível, por via deste mecanismo, que agências com sede fora da *União Europeia* possam obter autorização para que os seus *ratings* sejam utilizados dentro do *espaço europeu*, desde que seja demonstrada a estrita adesão aos padrões regulatórios europeus (ou a outros, desde que entendidos como análogos). É possível concluir, portanto, que a *ESMA* representa um esforço efetivo na regulação das *agências de notação financeira* atuantes na *União Europeia*, verificando-se pelas suas operações um aumento significativo na transparência e na qualidade das notas atribuídas e um maior grau de escrutínio regulatório (e, assim, uma redução dos conflitos de interesse); tal conclusão é verificada por *Chiu*[129], que conclui que a regulação intensificada resultou num maior escrutínio regulatório e mitigação de conflitos de interesse. É argumentado, não obstante, que o papel da *ESMA* é muitas vezes interpretado como excessivamente oneroso, o que pode ter efeitos nocivos à concorrência das agências europeias com as *três grandes norte-americanas*[130]; ainda, verifica-se uma implementação desigual entre os diversos estados-membros da *União Europeia*, o que faz com que sejam levantadas questões

[127] É possível salientar, dentro das instituições internacionais com as quais a *ESMA* preserva relações de coordenação, instituições como a *SEC* (*Securities and Exchange Commission - Estados Unidos da América*), a *FCA* (*Financial Conduct Authority – Reino Unido*) e a *IOSCO* (*International Organization of Securities Commissions*).

[128] MOLONEY, Niamh, "EU Securities and Financial Markets Regulation", 4ª Edição, Oxford, Oxford University Press, 2023

[129] CHIU, Iris, "Regulatory Governance of Credit Rating Agencies in the EU: The Perils of Pursuing the Holy Grail of Rating Accuracy", European Journal of Risk Regulation, Volume 4, 2ª Edição, Cambridge, Cambridge University Press, 2013

[130] Esta ideia é reforçada por *Chiu*, que conclui que, com o aumento dos custos regulatórios derivados de um maior escrutínio regulatório e mitigação de conflitos de interesse, é reduzida a competitividade das *agências de notação financeira europeias* no panorama global.

(nomeadamente, pelo *Tribunal de Contas Europeu*[131]) quanto à homogeneidade do bloco na supervisão do setor.

Na análise da normas relativas à regulação das *agências de notação financeira* na *União Europeia*, torna-se, ainda, pertinente realizar uma análise jurídica sobre os regulamentos *(CE)1060/2009* e *(EU)462/2013*, constituindo estes o núcleo da estrutura regulatória europeia no setor das *agências de notação financeira*. Tendo ambos os diplomas surgido em resposta à *crise financeira de 2007-2008*, verifica-se por objetivo a correção de deficiências estruturais na supervisão destas entidades, procurando-se alcançar padrões elevados de transparência, de mitigação de conflitos de interesse e da redução da dependência dos mercados em relação aos *ratings* atribuídos. Iniciando a análise pelo *Regulamento (CE) 1060/2009*, aprovado a 16 de Setembro de 2009, vemos que este se constitui como a primeira tentativa sistemática *europeia* na regulação da atividade destas agências, resultando a sua génese da perceção de que a influência exercida por estas agências sobre os mercados financeiros se constituía como desproporcional, tendo estas, assim, um papel preponderante no escalar da *crise financeira de 2007-2008* face à atuação desregrada exercida pelas mesmas. Conforme o preâmbulo deste regulamento, é identificado, assim, o papel crucial das *agências de notação financeira* nos mercados financeiros globais (sendo utilizadas por bancos, seguradoras e investidores institucionais na avaliação do risco de crédito), o risco inerente da falta de uma política regulatória harmonizada a nível *europeu* (amplificando o risco de práticas inconsistentes e de abuso de posição de mercado) e, por fim, o papel da *crise financeira* na revelação dos conflitos de interesse, na dependência excessiva dos mercados nos *ratings* e da opacidade dos processos de avaliação de crédito. Neste sentido, o *Regulamento (CE) 1060/2009* introduz quatro principais disposições – em primeiro lugar, este regulamento define a obrigatoriedade do registo e supervisão das *agências de notação financeira* (*Artigo 14*[132]), definindo também os critérios para a aprovação deste mesmo registo (*Artigo 15*[133]*;*

---

131 "Special Report – EU supervision of credit rating agencies – well established but not yet fully effective", European Court of Auditors, 2015

132 "As agências de notação de risco devem solicitar o seu registo para efeitos do disposto no n.o 1 do artigo 2.o, desde que sejam pessoas colectivas estabelecidas na Comunidade."

133 Por força do nº1 do *Artigo 15*, "As agências de notação de risco apresentam os seus pedidos de registo ao CARMEVM. Os pedidos devem incluir as informações referidas no anexo II."; Por força do *Anexo II*, são definidas como *Informações a Fornecer no Pedido de Registo*, nomeadamente, *"Estrutura de organização e governação da agência", "Descrição dos procedimentos e metodologias utilizados para a emissão e revisão de notações de risco;", "Políticas e procedimentos que permitam identificar,*

nomeadamente, no que concerne à demonstração de independência, de robustez metodológica e governança adequada); em segundo, este regulamento define os critérios de transparência e qualidade das notações exigidos, nomeadamente pela imposição da obrigação de divulgação pública das metodologias, premissas e critérios utilizados na avaliação de risco (*Artigo 8*[134]) e na exigência quanto à realização de revisões periódicas das metodologias de *rating* utilizadas (*Artigo 10*[135]); em terceiro lugar, este regulamento define padrões quanto à mitigação de conflitos de interesse, nomeadamente na proibição de práticas potencialmente comprometedoras da imparcialidade das avaliações (*Artigo 6*[136]) e na introdução de um mecanismo de rotação de analistas, limitando a duração de relação entre a *agência de notação financeira* e a entidade avaliada (*Artigo 7*[137]); por fim,

---

gerir e divulgar os conflitos de interesses;", "Informações relativas aos analistas de notação de risco;", "Política de remunerações e de avaliação do desempenho;", entre outros.

134 O artigo define, nomeadamente, que *"As agências de notação de risco devem divulgar publicamente as metodologias, modelos e principais pressupostos que utilizam nas suas actividades de notação de risco, nos termos do ponto 5 da parte I da secção E do anexo I." e "As agências de notação de risco devem utilizar metodologias de notação rigorosas, sistemáticas e contínuas e sujeitas a aprovação com base na experiência passada, nomeadamente através de verificações a posteriori."*

135 É estipulado, pelo artigo, que *"As agências de notação de risco devem divulgar todas as notações de risco, bem como qualquer decisão de suspensão de uma notação de risco, numa base não selectiva e de forma atempada. Em caso de decisão de suspensão de uma notação de risco, as informações divulgadas devem incluir todos os fundamentos da referida decisão.", "As agências de notação de risco devem assegurar que as notações de risco sejam apresentadas e tratadas de acordo com os requisitos estabelecidos na secção D do anexo I.", "Caso emitam uma notação não solicitada, as agências de notação de risco devem declarar de forma evidente nessa notação se a entidade objecto de notação ou terceiros com ela relacionados participaram no processo de notação de risco e se a agência de notação de risco teve acesso às contas e outros documentos internos relevantes da entidade objecto de notação ou dos terceiros com ela relacionados."*

136 Define o artigo que *"As agências de notação de risco tomam todas as medidas necessárias para assegurar que a emissão de notações de risco não seja afectada por conflitos de interesses reais ou potenciais ou por relações comerciais que envolvam a agência que emite a notação, os seus gestores, analistas de notação de risco, empregados ou outras pessoas singulares cujos serviços sejam colocados à disposição ou sob o controlo da agência de notação de risco, ou quaisquer pessoas que lhe estejam directa ou indirectamente ligadas por uma relação de controlo."*

137 O artigo estabelece que *"As agências de notação de risco devem assegurar que os analistas de notação de risco, os seus empregados e quaisquer outras pessoas singulares cujos serviços sejam postos à disposição ou sob o controlo da agência de notação de risco e que estejam directamente envolvidos nas actividades de notação de risco disponham dos conhecimentos e experiência adequados à realização das tarefas que lhes sejam atribuídas.",* assim como *"As agências de notação de risco estabelecem um*

o regulamento estabelece ainda como principal disposição a supervisão centralizada, transferindo a competência de supervisão das *agências de notação financeira* das autoridades reguladoras nacionais para a *ESMA* (*Artigo 21*[138]). Após a implementação do *Regulamento (CE)1060/2009*, foram identificadas diversas lacunas e fragilidades, levando à adoção do *Regulamento (EU)462/2013*, a 21 de Maio de 2013. Este diploma modificou e complementou o quadro regulatório inicial, fortalecendo as regras aplicáveis ao setor com a finalidade de promover um aumento da concorrência, da redução de conflitos de interesse e da diminuição da dependência dos mercados nas notações de crédito. Neste regulamento, podemos identificar cinco principais reformas quanto à regulação *europeia* do setor – em primeiro lugar, verificou-se, por via deste regulamento, a obrigatoriedade da realização de análises próprias de risco por parte das instituições financeiras, proibindo a *dependência mecânica* de *ratings* e, assim, promovendo a redução da dependência nas notações de crédito (*Artigo 5-A*[139]); em segundo, é também

---

mecanismo de rotação gradual adequado para os analistas de notação de risco e as pessoas que aprovam as notações de risco, na acepção da secção C do anexo I. O mecanismo de rotação deve ser posto em prática por fases, com base em pessoas individuais em vez de equipas completas."

[138] Numa fase inicial, pela redação original do *Regulamento (CE) 1060/2009*, não fora estabelecida a centralização supervisional do setor, preservando-se a competência das autoridades respetivas de cada estado-membro. Nesta fase inicial, apenas fora estabelecido um papel *quasi*-consultivo ao *CARMEVM* (*Comité das Autoridades de Regulamentação dos Mercados Europeus de Valores Mobiliários*), fornecendo este aconselhamento e orientação às diversas autoridades competentes dos estados-membros (*"O CARMEVM fornece aconselhamento às autoridades competentes nos casos previstos no presente regulamento. As autoridades competentes devem ter em conta esse aconselhamento antes da aprovação de qualquer decisão final ao abrigo do presente regulamento.", "Até 7 de Junho de 2010, o CARMEVM fornece orientações em relação: (...)"*). Posteriormente, através do *Regulamento (EU)513/2011*, ocorreu a transferência das competências supervisionais para a *ESMA* (*"Sem prejuízo do artigo 25.º-A, a ESMA deve assegurar a aplicação do presente regulamento.", "Nos termos do artigo 16.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010, a ESMA emite e actualiza orientações sobre a cooperação entre a ESMA, as autoridades competentes e as autoridades sectoriais competentes para efeitos do presente regulamento e da legislação sectorial aplicável, nomeadamente no que se refere aos procedimentos e condições pormenorizados relativos à delegação de competências."*)

[139] Segundo este artigo, *"As entidades referidas no artigo 4.º, n.º 1, primeiro parágrafo, devem fazer as suas próprias análises de risco e não depender exclusiva e mecanicamente de notações de risco para avaliarem a capacidade ou qualidade creditícia de uma entidade ou instrumento financeiro.", "As autoridades setoriais competentes responsáveis pela supervisão das entidades referidas no artigo 4.º, n.º 1, primeiro parágrafo devem, tendo em conta a natureza, a escala e a complexidade das suas atividades, verificar a adequação dos seus processos de análise de risco, avaliar a utilização de referências contratuais a notações de risco e, se for caso disso, incentivar*

claro o esforço da regulação na mitigação de conflitos de interesse, nomeadamente pela proibição de que qualquer entidade que possua mais do que 5% das ações de uma *agência de notação financeira* possa, nomeadamente, deter participações idênticas em quaisquer outras *agências de notação financeira*, o direito ou poder de exercer quantidade idêntica de direitos de voto em qualquer outra agência ou pertencer a um órgão de administração ou supervisão de qualquer outra *agência de notação financeira* (*Artigo 6-A*[140]) e pela restrição à prática de longas relações comerciais entre uma *agência de notação financeira* e um emissor, com vista à redução de eventual complacência nos *ratings* atribuídos (*Artigo 6-B*[141]); em terceiro lugar, é também visível a iniciativa legislativa com vista a um maior controlo sobre as notações soberanas, nomeadamente pela imposição de um calendário fixo para a publicação de *ratings* soberanos e, assim, reduzindo o risco de volatilidade excessiva nos mercados financeiros (*Artigo 8-A*[142]); em quarto lugar, é também por via deste regulamento que se tornam obrigatórias múltiplas notações para

a atenuação do impacto de tais referências, a fim de reduzir a dependência exclusiva e mecânica de notações de risco, de harmonia com a legislação setorial específica aplicável."

[140] Pela letra do artigo, *"Os acionistas ou sócios de agências de notação de risco que tenham uma participação igual ou superior a 5 % do capital ou dos direitos de voto da referida agência de notação de risco ou de uma empresa que tenha o poder de exercer o controlo ou uma influência dominante sobre a mesma agência de notação de risco não podem: (...)", "Deter uma participação igual ou superior a 5 % do capital em qualquer outra agência de notação de risco;", "Ter o direito ou o poder de exercer 5 % ou mais dos direitos de voto em qualquer outra agência de notação de risco;", "Ter o direito ou o poder de nomear ou destituir membros de um órgão de administração ou supervisão de qualquer outra agência de notação de risco;", "Ser membros de um órgão de administração ou supervisão de qualquer outra agência de notação de risco;"*

[141] Determina este artigo que *"Uma agência de notação de risco que celebre um contrato para a emissão de notações de risco sobre retitularizações não pode emitir notações de risco sobre novas retitularizações com ativos subjacentes do mesmo cedente durante um prazo superior a quatro anos.", "A partir da data de cessação de um contrato celebrado nos termos do n.º 1, a agência de notação de risco não pode celebrar novo contrato para a emissão de notações de risco sobre retitularizações com ativos subjacentes do mesmo cedente durante um prazo igual ao do contrato que chegou a termo, o qual não pode exceder quatro anos."*

[142] Diz-nos este artigo, nomeadamente, que *"As agências de notação de risco devem, tendo em consideração o disposto no artigo 8.º, n.º 5, segundo parágrafo, publicar no seu sítio web e submeter à apreciação da ESMA anualmente, no final de dezembro, nos termos do Anexo I, Secção D, Parte III, ponto 3, um calendário para os 12 meses seguintes, fixando um máximo de três datas para a publicação de notações soberanas e perspetivas de notação relacionadas não solicitadas, bem como as datas para a publicação de notações soberanas e perspetivas de notação relacionadas solicitadas. Essas datas devem ser fixadas à sexta-feira."*

instrumentos financeiros estruturados (sendo necessárias, no mínimo, duas avaliações de crédito independentes), promovendo uma maior concorrência e diversidade opinativa (*Artigo 8-C*[143]); por fim, este regulamento introduz ainda conteúdo normativo quanto a penalidades e à responsabilidade civil destas agências, estabelecendo que as *agências de notação financeira* podem constituir-se como civilmente responsáveis por prejuízos causados a investidores que tenham confiado em classificações determinadas como negligentes ou fraudulentas (*Artigo 35-A*[144]). É possível, assim, alcançar conclusões quanto aos impactos e eficácia da regulação *europeia* – numa primeira instância, podemos identificar como principais benefícios do modelo europeu a maior transparência (derivada das regras de divulgação de metodologias e critérios analíticos que, assim, resultam num aumento da confiança dos mercados no setor), a clara redução de conflitos de interesse (uma vez que, estando impostas restrições quanto ao modelo *issuer*-pays e estando presentes requisitos de *governance*, verifica-se uma diminuição nítida da influência excessiva dos emissores sobre as agências), a existência de uma supervisão uniforme pela entidade reguladora (sendo que a centralização da regulação na *ESMA* culminou num fortalecimento do cumprimento normativo em toda a *União Europeia*) e a diversificação generalizada das notações (uma vez que, verificando-se a existência de múltiplos *ratings*, encontram-se reunidas condições para uma concorrência setorial menos imperfeita, ainda que a dominância das *três grandes norte-americanas – Moody's, Standard & Poor's* e *Fitch* – persista ainda); ainda assim, numa segunda instância, é igualmente possível identificar os principais desafios e críticas ao modelo *europeu*, assentando estes num grau

---

[143] Pela letra do Artigo, tem-se que *"Caso um emitente ou um terceiro com ele relacionado pretenda solicitar a notação de risco de um instrumento financeiro estruturado, deve contratar para o efeito pelo menos duas agências de notação de risco, que fornecerão notações de risco independentemente uma da outra."*

[144] Determina o Artigo que *"Caso uma agência de notação de risco cometa, com dolo ou negligência grave, alguma das infrações enumeradas no Anexo III, afetando desse modo uma notação de risco, os investidores ou emitentes podem exigir à agência de notação de risco a indemnização dos danos que tal infração lhes tenha causado. Um investidor pode exigir indemnização ao abrigo do presente artigo se provar que se baseou razoavelmente, de acordo com o artigo 5.º-A, n.º 1, ou de outro modo mas com a devida prudência, numa notação de risco para decidir investir, continuar a deter ou alienar um instrumento financeiro abrangido por essa notação de risco. Um emitente pode exigir indemnização ao abrigo do presente artigo se provar que o seu ou os seus instrumentos financeiros são abrangidos por essa notação de risco e que a infração não foi provocada por informações enganadoras ou incorretas por ele fornecidas à agência de notação de risco, diretamente ou por meio de divulgação pública."*

(segundo o entendimento de diversos autores) excessivo de burocracia (considerando-se o processo de registo e de conformidade como complexo e oneroso, dificultando a entrada de novas *agências de notação financeira* no setor), na persistência de barreiras regulatórias graves (que, favorecendo as grandes *agências de notação financeira*, reduzem a diversidade do mercado e, deste modo, exercem um impacto significativo na concorrência) e, ainda, desafios quanto à implementação e aplicação uniforme das normas vigentes (sendo apontadas, por instituições como o *Tribunal de Contas Europeu*[145], as discrepâncias na aplicação das normas entre *estados-membros*). Assim, os *Regulamentos (CE)1060/2009* e *(EU)462/2013* representam um avanço significativo na supervisão e regulação das *agências de notação financeira* na *União Europeia*, sendo, no entanto, nítida a persistência de desafios regulatórios ao funcionamento do setor. Para este fim, podemos identificar como possíveis melhorias ao panorama regulatório *europeu* uma simplificação dos processos regulatórios (de modo a facilitar a entrada de novas *agências de notação financeira* no mercado e, assim, estabelecer condições concorrenciais sólidas), um apuramento e adaptação das regras relativas à independência (no sentido de prevenir efeitos colaterais adversos sobre a concorrência) e a padronização na aplicação normativa (como garantia de que as normas vigentes sejam uniformemente adotadas pelos *estados-membros*), correspondendo estas a um esforço de equilíbrio entre uma supervisão rigorosa e a preservação de um ambiente competitivo saudável aos agentes do setor.

[145] "Special Report – EU supervision of credit rating agencies – well established but not yet fully effective", European Court of Auditors, 2015

III.c.iii. Regulação na *República Popular da China*

A regulação das *agências de notação financeira* na *República Popular da China* reflete a abordagem característica do país em relação ao setor financeiro – constitui, assim, um modelo híbrido onde o planeamento estatal rigoroso é combinado com elementos característicos das economias de mercado[146]. Diferentemente do que se sucede nos sistemas ocidentais (assente num princípio sobre o qual as *agências de notação financeira* operam com um certo nível de autonomia regulatória), o *modelo chinês* é assente num princípio de forte supervisão governamental, alinhando os *ratings* atribuídos com as diretrizes estratégicas do *Partido Comunista Chinês* (*PCC*) e com as metas de estabilidade económica. Esta particularidade do *modelo chinês* manifesta-se, desde logo, pela própria estrutura regulatória do setor, dominada por órgãos como o *Banco Popular da China* (*PBOC*) e a *Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China* (*CSRC*), que impõem restrições rigorosas à participação de agências estrangeiras, controlando ainda as metodologias e as práticas utilizadas na avaliação de risco por parte das *agências de notação financeira*. Como consequência destes princípios orientadores, os *ratings chineses* desempenham um duplo papel – se por um lado operam como um instrumento técnico para a avaliação de risco, desempenham ainda um papel como ferramenta de

[146] O modelo económico da *República Popular da China* manifesta-se como um híbrido entre as *economias de mercado* típicas das *democracias liberais ocidentais* e as *economias socialistas* típicas das *repúblicas socialistas* (quer nas vertentes mais ortodoxas do *marxismo-leninismo* – com as *economias de comando ou planificadas* verificadas em países como a *União Soviética* ou *República Democrática Alemã*, quer nas vertentes *revisionistas* – com modelos assentes no *socialismo de mercado*, como fora verificado em países como a *Jugoslávia*). Definido nominalmente como *"Socialismo com Características Chinesas"*, o modelo económico chinês surge das reformas iniciadas por *Deng Xiaoping* em 1978, adaptando princípios naturais às *economias capitalistas* aos princípios *marxistas-leninistas* e *maoistas*. Segundo *Boer* (in "BOER, Roland, "Socialism with Chinese Characteristics – A Guide for Foreigners", Singapura, Springer Nature Singapore, 2021"), o *modelo chinês* não corresponde a uma "simples mistura de socialismo e capitalismo", mas sim a um *modelo dinâmico* de desenvolvimento económico planificado que, preservando a primazia do *Partido Comunista Chinês* (*PCC*), permite a participação do setor privado como ferramenta de modernização económica. *Boer* salienta que, dentro desta estrutura, o mercado representa um papel fundamental na alocação de recursos estando, não obstante, sujeito a uma regulação estatal rígida com a alegada finalidade de evitar as "crises típicas do liberalismo económico". Segundo o autor, a lógica deste modelo reside na busca pelo crescimento sustentável e pela estabilidade política, procurando garantir que as reformas económicas implantadas não comprometem a autoridade do Estado sobre os setores estratégicos da economia.

política económica, favorecendo regularmente empresas estatais e setores estratégicos; esta abordagem, assim, gera desafios no que concerne à credibilidade e aceitação global dos *ratings* emitidos por estas agências, uma vez que os investidores estrangeiros frequentemente questionam a imparcialidade e confiabilidade dos *ratings* emitidos dentro do sistema financeiro chinês. Assim, a *regulação chinesa* do setor não visa apenas a salvaguarda da estabilidade financeira e da transparência do mercado, mas ainda a proteção dos interesses nacionais contra as influências estrangeiras (harmonizando, para este fim, as avaliações de crédito com os objetivos estratégicos do *Partido Comunista Chinês*).

Na análise da estrutura regulatória vigente na *República Popular da China*, verifica-se desde logo que, diferentemente do que se sucede na *União Europeia* ou nos *Estados Unidos da América* (onde a regulação das *agências de notação financeira* é realizada por órgãos independentes), tem-se que, aqui, a supervisão é exercida diretamente pelo governo, por meio de duas principais instituições. Em primeiro lugar, pelo *Banco Popular da China* (*PBOC*) que, sendo responsável pela política monetária e pela supervisão financeira geral a nível nacional, atua como o banco central da *China* e, assim, configura-se como a entidade máxima na definição da política monetária e regulatória do setor financeiro (sendo que, desde a década de 90, o *PBOC* passou a desempenhar um papel mais ativo na definição de diretrizes para as agências de notação de crédito, exigindo que os *ratings* atribuídos sigam critérios alinhados com as políticas económicas do governo central)[147]; além destas funções, o *PBOC* introduziu um sistema centralizado de supervisão relativamente ao setor da *notação financeira*, acompanhando a emissão de *ratings* com vista à prevenção de discrepâncias entre avaliações realizadas por diferentes agências. Em segundo, também a *Comissão Reguladora de Valores Mobiliários da China* (*CSRC*) desempenha funções de supervisão deste setor, dispondo de autoridade para a supervisão das agências que operam no mercado dos *títulos corporativos* de modo a assegurar a conformidade com padrões pré-estabelecidos (e, assim, garantir a consistência dos *ratings* emitidos para as empresas chinesas com a política económica estatal[148]) e

[147] AZEVEDO, Marcello, "As Finanças do Dragão: O sistema financeiro chinês", São Paulo, Editora Dialética, 2024

[148] BIAN, Jing, "Regulating the Chinese Credit Rating Agencies: Progress and Challenges", "Journal of Money Laundering Control", Volume 18, 1ª Edição, Bradford, Emerald Group Publishing, 2015

controlando as metodologias de notação adotadas[149]. No que concerne às proteções do mercado interno (e, consequentemente, restrições à atuação de *agências de notação financeira* estrangeiras), a *República Popular da China* adota políticas rigorosas para limitar a influência de *agências de notação financeira* estrangeiras (em particular no que concerne às *três grandes*) no seu mercado interno – em primeira instância, podemos verificar que são impostos a estas agências um conjunto de requisitos de licenciamento rigorosos, carecendo as agências de licença concedida diretamente pelo *PBOC* e pela *CSRC* (no entanto, como salienta *Bian*[150], estas licenças são raramente concedidas, sendo ainda impostos requisitos de cooperação estreita com empresas locais); em segundo lugar, verificam-se ainda proibições quanto ao controlo societário estrangeiro destas agências, estando proibida a posse de mais de 49% do capital de uma *agência de notação financeira chinesa* por investidores estrangeiros, sendo que, segundo *Arner et al*[151], esta restrição visa proteger o mercado contra interferências externas e, assim, garantir que as avaliações de crédito sigam diretrizes alinhadas com os interesses nacionais; por fim, é institucionalmente promovido o uso preferencial (pelas instituições financeiras estatais e empresas chinesas) de *ratings* atribuídos por *agências de notação financeira chinesas*, significando assim que, até no que concerne às empresas com forte atuação internacional, é necessária a obtenção de um *notação de crédito* atribuída por uma agência chinesa para a operação no mercado interno[152]; assim, é possível verificar que, por meio destas restrições, torna-se extremamente difícil, para as *agências de notação financeira* ocidentais, competir nos mercados *chineses*, levando a um domínio quase total das empresas locais na avaliação de *ratings* domésticos. É pertinente, ainda, analisar o alinhamento do setor da *notação de crédito* com as políticas governamentais – como vimos, se no *ocidente* os *ratings* de crédito se configuram como um mero reflexo do risco

[149] Contrariamente ao que se sucede no *Ocidente*, onde as *agências de notação financeira* possuem liberdade para o desenvolvimento das suas próprias metodologias, na *República Popular da China* as metodologias são revistas e, em seguida, aprovadas pelos órgãos reguladores. A adoção desta política é justificada pelo governo com a alegada finalidade de evitar práticas exploratórias e da garantia de *ratings* "justos" para as empresas estatais.
[150] BIAN, Jing, "Regulating the Chinese Credit Rating Agencies: Progress and Challenges", "Journal of Money Laundering Control", Volume 18, 1ª Edição, Bradford, Emerald Group Publishing, 2015
[151] ARNER, Douglas et al., "Credit Rating in China", "Chinese Law and Government", Volume 43, Nº3, Oxfordshire, Taylor & Francis Group, 2010
[152] DHAWAN, Raghav et al., "Are Credit Ratings Relevant in China's Corporate Bond Market", "The Chinese Economy", Volume 48, Oxfordshire, Taylor & Francis Group, 2015

financeiro associado a determinado ativo, na *República Popular da China* estes refletem, em simultâneo, um papel como instrumento de política económica, levando à recorrente utilização de *notações de crédito* por parte do governo como meio de apoiar setores estratégicos e empresas estatais (e levando consequentemente, como identifica *Livingston*[153], a uma concentração de mais de 90% dos *ratings* chineses nas categorias mais altas, desconsiderando o alto risco de insolvência que muitas destas empresas representam[154]); ainda, a incompatibilidade dos critérios internacionais e dos critérios *chineses* na padronização de *ratings* levanta problemas, uma vez que, a título meramente exemplificativo, um *rating AAA* emitido por uma agência chinesa pode não corresponder a um *rating AAA* emitido por uma das *três irmãs*, levantando problemas quanto à comparabilidade global das avaliações. Por fim, é importante salientar os problemas de credibilidade e aceitação global, sendo estes tidos como as principais consequências da falta de independência e da forte interferência governamental nas *agências de notação financeira chinesas.* Em primeiro lugar, verifica-se uma desconfiança generalizada por parte de vários investidores estrangeiros (que, regra geral, promovem análises internas por considerarem os *ratings* chineses pouco rigorosos, imprecisos ou, até, tendenciosos, ignorando os *ratings* chineses como um todo), agravada pelo facto de que, como salienta *Dhawan*[155], verifica-se uma inflação notória dos *ratings* atribuídos por estas agências e, deste modo, cria-se uma situação de correlação amplamente limitada entre o risco real e um ativo e a classificação a este atribuída; em seguida, identifica-se também um problema quanto à competitividade destas *agências de notação financeira* no panorama global, tendo estas pouca influência fora dos mercados domésticos da *República Popular da China*[156]. É possível concluir, então, que a regulação das *agências de notação financeira*

---

153 LIVINGSTON, Miles et al., "Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry", "Journal of Banking and Finance", Volume 87, Amsterdão, Elsevier BV, 2017

154 Os autores consideram que esta concentração se deve, sobretudo, a dois fatores – por um lado, a *intervenção governamental* resulta na circunstância em que empresas estratégicas recebem *ratings* artificialmente altos, como mecanismo de garantia de financiamento acessível; por outro lado, a ausência de uma concorrência real (operando as empresas chinesas sob supervisão do Estado) origina desincentivos para avaliações críticas.

155 DHAWAN, Raghav et al., "Are Credit Ratings Relevant in China's Corporate Bond Market", "The Chinese Economy", Volume 48, Oxfordshire, Taylor & Francis Group, 2015

156 *Arner et al.* (in "ARNER, Douglas et al., "Credit Rating in China", "Chinese Law and Government", Volume 43, Nº3, Oxfordshire, Taylor & Francis Group, 2010") salientam que a *República Popular da China*, no passado recente, tem vindo a promover parcerias

na *República Popular da China* distingue-se de forma clara dos modelos ocidentais, verificando-se uma interferência governamental profunda na atuação do setor (na procura pela garantia do alinhamento entre os *ratings* atribuídos e os objetivos nacionais) e, por consequência, levando à emergência de desafios no que concerne à credibilidade e aceitação dos *ratings chineses* no panorama global; assim, contrariamente ao que se verifica nas duas jurisdições previamente analisadas, o *modelo chinês* carece não de um alargamento dos esforços regulatórios deste setor mas, pelo contrário, que um equilíbrio entre a regulação estatal e a independência analítica seja alcançado, garantindo assim avaliações mais transparentes e fidedignas e, por consequência, alargando a relevância internacional das *notações financeiras* atribuídas pelas suas agências.

Quanto às normas aplicáveis ao setor na *República Popular da China*, podemos identificar três leis e regulamentações fundamentais aplicáveis ao setor com vista a assegurar a integridade e eficiência do mercado financeiro – numa primeira instância, a *Lei dos Valores Mobiliários da República Popular da China*[157] regulamenta a operação das *agências de notação financeira* no mercado de valores mobiliários, estabelecendo princípios como o licenciamento obrigatório, por parte da *CSRC*, de qualquer agência que forneça serviços de notação no setor de valores mobiliários[158]; em seguida, identificamos a *Lei Bancária da China*[159], que estabelece requisitos para a avaliação de risco bancário (nomeadamente no que concerne ao uso obrigatório de *ratings* de crédito por parte de instituições financeiras reguladas pelo *PBOC*)[160]; por fim, tem-se ainda por lei fundamental aplicável ao setor a *Lei de Administração de Obrigações Empresariais*[161], que regula a emissão de obrigações empresariais e estabelece a exigência de que tais emissões sejam avaliadas por *agências de notação financeira* aprovadas pelo governo[162].

internacionais e a incentivar a utilização, por parte dos seus bancos, de *ratings* domésticos em transações e negócios supranacionais.

[157] Em inglês, *Securities Law of the People's Republic of China;* 1998, revista em 2005 e 2019.

[158] BIAN, Jing, "Regulating the Chinese Credit Rating Agencies: Progress and Challenges", "Journal of Money Laundering Control", Volume 18, 1ª Edição, Bradford, Emerald Group Publishing, 2015

[159] Em inglês, *Banking Law of the People's Republic of China;* 1995, revista em 2003.

[160] BIAN, Jing, "Regulating the Chinese Credit Rating Agencies: Progress and Challenges", "Journal of Money Laundering Control", Volume 18, 1ª Edição, Bradford, Emerald Group Publishing, 2015

[161] Em inglês, *Regulations on Administration of Enterprise Bonds;* 1993, revista em 2011.

[162] ARNER, Douglas et al., "Credit Rating in China", "Chinese Law and Government", Volume 43, Nº3, Oxfordshire, Taylor & Francis Group, 2010

São ainda salientados, por parte dos autores, um conjunto de outros regulamentos específicos para as *agências de notação financeira – Bian*[163], por um lado, destaca as *Medidas Provisórias para a Administração do Setor de Notação Financeira referentes ao Mercado de Valores Mobiliários*[164] (correspondendo estas a regras detalhadas para a licença, operação e supervisão das agências atuantes no mercado de valores mobiliários, definindo padrões de transparência, metodologias de notação, responsabilidade e sanções em caso de serem verificadas infrações) e o *Aviso da Comissão Reguladora Bancária da China sobre a Regulamentação da Utilização de Classificações de Crédito Externas por Bancos Comerciais*[165] (redigido pela *CBRC*[166], limita a dependência dos bancos comerciais nos *ratings* externos, incentivando a utilização de várias fontes de avaliação); já *Arner et al.* salientam as *Linhas Orientadoras para a Gestão da Notação Financeira*[167] (regulamento do *PBOC* que define normas específicas para a notação de crédito no mercado *interbancário*[168] de títulos), o *Aviso sobre o Reforço da Gestão de Notação Financeira no Mercado Interbancário de Obrigações*[169] (emitido pelo *PBOC*, impõe requisitos adicionais para a avaliação de riscos em títulos *interbancários*, reforçando ainda a necessidade da realização de entrevistas presenciais com gestores das empresas avaliadas), a *Especificação para o Mercado de Notação Financeira e para o Mercado de*

---

163 BIAN, Jing, "Regulating the Chinese Credit Rating Agencies: Progress and Challenges", "Journal of Money Laundering Control", Volume 18, 1ª Edição, Bradford, Emerald Group Publishing, 2015

164 Em inglês, *Interim Measures for the Administration of the Credit Rating Business Regarding the Securities Market;* 2007.

165 Em inglês, *Notice of China Banking Regulatory Commission on Regulating Commercial Banks' Use of External Credit Ratings;* 2011.

166 *Comissão Reguladora Bancária da China*; Em inglês, *China Banking Regulatory Commission*.

167 Em inglês, *Guiding Opinions for the Management of Credit Rating;* 2006.

168 O *mercado interbancário chinês* (em inglês, *Interbank*) é o principal segmento do sistema financeiro da *República Popular da China* para a negociação de instrumentos de dívida, financiamentos de curto prazo e regulação relativa à liquidez bancária. Segundo *Livingston* (in "LIVINGSTON, Miles et al., "Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry", "Journal of Banking and Finance", Volume 87, Amsterdão, Elsevier BV, 2017"), este mercado é regulado pelo *PBOC* e pela *NAFII* (*Associação Nacional de Investidores Financeiros Institucionais*; em inglês, *National Association of Financial Institutional Investors*), funcionando como um *mercado grossista* para investidores institucionais, não estando restrito apenas a bancos, incluindo ainda investidores institucionais reconhecidos pelo regulador (nomeadamente, os *Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados*).

169 Em inglês, *Notice on Strengthening the Management of Credit Rating in the Interbank Bond Market*; 2008.

Títulos Interbancários[170] (referente à delineação dos princípios fundamentais relativamente ao funcionamento das agências no setor *interbancário* e de títulos corporativos) e, ainda, as *Opiniões do Conselho de Estado na Promoção da Reforma, Abertura e Crescimento Constante dos Mercados de Capitais*[171] (documento que estabelece um plano geral para o desenvolvimento de um quadro regulatório abrangente no setor da *notação financeira*); por fim, *Livingston et al.*[172] salientam as *Medidas Administrativas para Instrumentos de Financiamento de Dívida de Empresas não-Financeiras no Mercado Interbancário de Obrigações*[173] (que regula a emissão de instrumentos de dívida para empresas não financeiras no mercado *interbancário*, exigindo assim padrões mais elevados para os *ratings* de crédito) e as *Regras-piloto quanto à Emissão de Obrigações Corporativas e as Medidas para a Administração da Emissão e Negociação de Obrigações Corporativas*[174] (que, conjuntamente, regulam a emissão de *obrigações corporativas*, estabelecendo assim padrões para a qualificação das agências de notação financeira e das suas metodologias). Assim, o panorama normativo vigente na regulação das *agências de notação financeira* da *República Popular da China* é composto por uma combinação de leis, regulamentos específicos e diretrizes administrativas, sendo cada uma aplicável a diferentes segmentos dos mercados financeiros. Por um lado, a *CSRC* regula as atividades das agências no setor dos valores mobiliários; por outro, o *PBOC* supervisiona as operações no mercado *interbancário*. Além do papel desempenhado por estes órgãos, também o *Conselho de Estado* e a *CBRC* desempenham papeis importantes na harmonização reguladora e na redução da dependência em *agências de notação financeira* estrangeiras, demonstrando-se assim, como traço distintivo deste modelo, a forte intervenção estatal[175].

---

[170] Em inglês, *Specification for Credit Rating Market and Interbank Bond Market*; 2006.
[171] Em inglês, *Some Opinions of the State Council on Promoting the Reform, Opening, and Steady Growth of Capital Markets*; 2004.
[172] LIVINGSTON, Miles et al., "Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry", "Journal of Banking and Finance", Volume 87, Amsterdão, Elsevier BV, 2017
[173] Em inglês, *Administrative Measures for Debt Financing Instruments of Non-Financial Enterprises in the Interbank Bond Market*; 2008
[174] Em inglês, *Pilot Rules on the Issuance of Corporate Bonds* e *Measures for the Administration of Corporate Bonds Issuance and Trading*; respetivamente, 2007 e 2015
[175] Como verificado anteriormente, a intervenção estatal no setor *chinês* desempenha duas funções – por um lado, como ferramentas de avaliação de risco; por outro, como ferramentas para a promoção da estabilidade económica e para o alinhamento económico com as políticas governamentais.

III.c.iv. Comparação Analítica entre os Modelos de Regulação

A regulação das *agências de notação financeira* nos *Estados Unidos da América*, na *União Europeia* e na *República Popular da China* demonstra a existência de três modelos regulatórios profundamente distintos, refletindo as diferentes prioridades institucionais (ou, até, prioridades ideológicas e filosóficas) de cada bloco jurisdicional. Em primeiro lugar, é nítida a diferença no que concerne à própria natureza do sistema regulatório vigente – se por um lado os *Estados Unidos* adotam um sistema tradicionalmente orientado pela *autorregulação supervisionada* (ainda que, por força da *crise financeira de 2007-2008* e das sucessivas iniciativas legislativas, se tenha verificado um maior esforço na regulação do setor), a *União Europeia* adota um modelo centralizado e intervencionista, configurando-se a *ESMA* como autoridade única e estabelecendo requisitos de registo, conformidade, transparência metodológica e, ainda, penalizações para situações de incumprimento, adotando a *República Popular da China* um sistema totalmente subordinado ao Estado (com forte tutela do *PBOC* e *CSRC*) no qual as agências operam em conformidade com os objetivos estratégicos, políticos e económicos do *Partido Comunista da China*. Em segundo lugar, é ainda notória a diferença no que concerne à participação estrangeira no setor, permitindo os *EUA* e a *UE* a participação de *agências de notação financeira* estrangeiras (mediante o cumprimento de critérios regulatórios) e, por contrapartida, limitando rigidamente a *China* no que concerne às operações de agências estrangeiras nos seus mercados (impondo, nomeadamente, a realização de *joint ventures*, o controlo local das agências ou, até, a adesão à linha politico-partidária). Por fim, podemos ainda identificar diferenças que, pela sua natureza, estão intimamente ligadas aos modelos económicos adotados por cada jurisdição – se por um lado os *EUA* adotam um modelo regulatório de pendor liberal (baseado, assim, nos princípios da eficiência de mercado e na disciplina reputacional), a *UE* adota um modelo regulatório de pendor intervencionista, atribuindo particular ênfase à harmonização, à mitigação de riscos sistémicos e à proteção do *interesse público europeu*, adotando ainda a *China* um modelo que, demonstrando-se de difícil caracterização[176] pelas peculiaridades específicas ao modelo económico *chinês*, é caracterizado pela utilização

[176] Podemos interpretar o modelo *chinês* como um modelo híbrido, manifestando-se como uma fusão de um modelo de pendor totalitário e de um modelo de pendor intervencionista.

do mercado como uma ferramenta do Estado e, consequentemente, pela utilização do setor da *notação financeira* como um instrumento de política industrial[177].

É ainda pertinente procurar avaliar a eficácia dos modelos regulatórios de cada jurisdição analisada com vista a alcançar conclusões quanto à sua capacidade na redução de riscos sistémicos. Neste sentido, analisando o caso *norte-americano*, verifica-se que, apesar das reformas estruturais *pós-crise* (*CRARA*, *Dodd-Frank*), confirma-se a permanência dos problemas estruturais do setor, preservando-se os conflitos de interesse inerentes ao modelo *issuer-pays*, preservando-se a natureza *oligopolística* do setor (verificando-se a concentração de mercado nas *três irmãs*), identificando-se um elevado grau de dependência regulatória dos *ratings* nas normas prudenciais e, ainda, verificando-se uma responsabilização judicial limitada (demonstrada pela ineficácia da *SEC* na imposição de sanções relevantas); no caso *europeu*, verifica-se aquele que é amplamente entendido como o melhor modelo regulatório atualmente vigente no panorama internacional do setor (pela sua capacidade de equilíbrio entre a liberdade dos mercados e a intervenção estatal), tendo a *ESMA*, pela centralização da supervisão, conseguido aumentar o escrutínio e a qualidade das notações e, por consequência, demonstrando-se o modelo *europeu* como o mais eficaz na redução dos conflitos de interesse e na estabilização dos mercados (ainda que, face a questões como a implementação desigual entre *estados-membros* e a burocracia excessiva verificada, apresente também os seus desafios); por fim, no caso *chinês*, a regulação estatal reduz o risco no que concerne à atribuição de *ratings* negativos a empresas estatais, comprometendo consequentemente a credibilidade internacional do setor; ainda no que concerne a este modelo, a interferência estatal rígida demonstra-se altamente eficaz na prevenção de crises reputacionais internas, mas sacrificando consequentemente a independência analítica e, assim, resultando numa regulação que, apesar de altamente eficaz no plano interno *chinês*, representa aceitação extremamente limitada no plano global[178]. No que concerne ao impacto de cada modelo regulatório nas questões relativas à concorrência e concentração de mercado, são também claras as diferenças entre cada jurisdição – por um lado, o setor da *notação financeira* nos *Estados Unidos* continua dominado por um *oligopólio natural*, no qual as *três irmãs*

[177] BOER, Roland, "Socialism with Chinese Characteristics – A Guide for Foreigners", Singapura, Springer Nature Singapore, 2021

[178] BIAN, Jing, "Regulating the Chinese Credit Rating Agencies: Progress and Challenges", "Journal of Money Laundering Control", Volume 18, 1ª Edição, Bradford, Emerald Group Publishing, 2015

(*Moody's, Standard & Poor's e Fitch)* preservam mais de 95% da quota de mercado (tendo, assim, fracassado as sucessivas reformas na mitigação desta concentração); já no que diz respeito ao setor na *União Europeia*, a regulação, verifica-se uma falha que, não correspondendo *stricto sensu* ao panorama regulatório *europeu*, compromete a sua integridade – apesar do reforço verificado no plano regulatório da *EU*, a presença das *três grandes norte-americanas* permanece, contribuindo ainda as barreiras de entradas do *Direito Europeu* (ainda que racionais, de um ponto de vista da credibilidade das agências) para uma restrição severa da concorrência setorial; por fim, no caso da *China*, verifica-se a quase total exclusividade das *agências de notação financeira* nacionais no setor, consequência de um protecionismo regulatório ativo que, ainda que atue como garante de estabilidade interna, resulta no impedimento do desenvolvimento de agências com reputação global, impedindo a utilização global de *ratings chineses*. Assim, são claras as consequências diretas de cada modelo – por um lado, é nítido o fracasso do modelo *norte-americano* de *autorregulação*; por outro lado, a hiper-regulação *europeia* pode resultar num sufoco substancial ao setor, limitando a inovação e correspondendo a custos elevados que, consequentemente, reduzem a concorrência no setor; por fim, o controlo político *chinês* conduz à degradação da credibilidade externa.

Assim, torna-se evidente, por força das conclusões adquiridas, que a questão em torno da regulação das *agências de notação financeira* não pode ser dissociada da reflexão mais ampla sobre o papel do Estado na economia, da estrutura dos mercados financeiros globais e da tensão permanente que se verifica entre a eficiência técnica, a integridade institucional e a salvaguarda do interesse público; entre os modelos analisados, podemos afirmar que o *modelo europeu* representa aquele que, não sendo, ainda assim, isento de falhas, mais se configura como uma aproximação a um equilíbrio adequado entre a intervenção do regulador e o respeito pelos mecanismos de mercado. Por um lado, o *modelo norte-americano*, ainda que tendo demonstrado uma evolução substancial desde 2008, permanece refém de um *ethos* liberal que, ao delegar demasiada confiança nas virtudes autorregulatórias do setor, se configura como uma força que perpetua as estruturas oligopolísticas, os vícios dos modelos remuneratórios e um grau de dependência nos *ratings* que, deste modo, levam a que a resiliência sistémica seja comprometida; por outro lado, também o *modelo chinês* apresenta as suas falhas no sentido em que, constituindo o oposto polar do *modelo norte-americano*, representa um exemplo extremo de *dirigismo estatal*, sob o qual a regulação não opera enquanto

salvaguarda da imparcialidade mas, pelo contrário, como uma extensão instrumental de uma racionalidade que, assente em princípios de natureza político-partidários, compromete de forma estrutural a credibilidade global das classificações emitidas. O exemplo *europeu*, ainda que, por vezes, excessivamente burocrático e tecnocrático nas suas linhas orientadoras principais, distingue-se precisamente pelo reconhecimento da ambivalência funcional das *agências de notação financeira* – estas constituem entidades privadas que, não obstante, produzem bens de natureza pública, com externalidades significativas sobre o financiamento soberano, o comportamento dos investidores e a arquitetura prudencial do sistema financeiro; a supervisão pela *ESMA*, os critérios rigorosos de transparência e as restrições quanto à perpetuação de relações comerciais entre emissores e agências constituem-se como instrumentos relevantes no combate às disfunções já, ao longo desta dissertação, identificadas, ainda que os efeitos sobre a concorrência setorial e sobre a fragmentação da aplicação normativa entre *estados-membros* revele a necessidade de uma evolução continuada. Defende-se, assim, a visão na qual a importância de um Estado forte enquanto regulador é defendida – não no sentido de captura ou da substituição funcional da atividade privadas mas, antes, como uma entidade coordenadora de uma lógica sistémica que não pode estar exclusivamente dependente de incentivos reputacionais ou de um modelo de autorregulação; mais do que uma simples escolha entre uma postura *laissez-faire* e uma postura *dirigista* e *autoritária*, impõe-se uma regulação orientada por critérios de proporcionalidade, responsabilidade e transparência, capaz de preservar o pluralismo metodológico, de incentivar a entrada de novos agentes e, ainda, de garantir, acima de tudo, que o interesse público (entendido não como pretexto ideológico, mas como a proteção efetiva da confiança coletiva nos mercados) se sobreponha à lógica da rentabilidade privada. A construção deste modelo não pode ser feita tendo por base fórmulas universais, carecendo, pelo contrário, de uma abordagem crítica, prudente e evolutiva que, compreendendo a natureza híbrida das *agências de notação financeira*, procure a sua direção enquanto atores regulados num ecossistema de governação económica, com responsabilidades proporcionais ao poder efetivo possuído.

III.d. Objetivos e Desafios da Regulação do Setor

A regulação das *agências de notação financeira* surge como resposta direta à influência sistémica que o setor possui no funcionamento dos mercados globais. Estas instituições, que inicialmente se restringiam a um papel na prestação de serviços informativos para investidores tornaram-se em pilares fundamentais no que concerne à arquitetura financeira global, sendo os *ratings* atribuídos por estas agências utilizados para decisões de investimento, na regulação prudencial ou, até, em políticas monetárias. Não obstante, a permanência de conflitos de interesse, a concentração de mercado e as carências no que concerne à transparência metodológica (revelados, sobretudo, após a *crise financeira de 2007-2008*) colocaram em causa a legitimidade e eficácia destas agências. A regulação setorial apresenta, assim, dois grandes objetivos – por um lado, esta desempenha uma função primordial na garantia da integridade do mercado; por outro lado, desempenha um papel preponderante na proteção dos investidores. Não obstante, é clara a existência de desafios estruturais profundos que, sendo inerentes ao setor, deverão ser analisados e escrutinados.

III.d.i. Responsabilidade, Transparência e Impacto nos Mercados

A regulação das *agências de notação financeira* tem como um dos seus principais objetivos o reforço da responsabilidade legal e funcional destas entidades, promovendo assim a transparência metodológica e, assim, mitigando o impacto sistémico adverso dos *ratings* nos mercados. Não obstante, tal como se demonstra por um leque alargado de estudos e análises, as reformas regulatórias implementadas à data são, muitas vezes, de caráter essencialmente simbólico, demonstrando níveis de eficácia limitados. Apesar de estas agências desempenharem um papel semelhante ao de autoridades *de facto* nos mercados financeiros, é notória a proteção jurídica destas agências pela *doutrina da opinião*, isto é, pela interpretação de que os *ratings* nada mais constituem do que simples juízos de valor que, não sendo vinculativos, não estão consequentemente sujeitos à responsabilização judicial pela emissão de avaliações incorretas ou, até, manipuladas. A persistência desta tese como dominante nos tribunais *norte-americanos* é, ainda, identificada por *Parnes e Akron*[179].

Cash, na sua obra[180], observa que esta imunidade perante a lei se constitui como uma das razões centrais para a persistência de uma irresponsabilidade estrutural das *agências de notação financeira*, apesar dos esforços reformistas do *pós-crise*; também *Lieven*[181] verifica que, pela ausência de mecanismos de responsabilização civil eficazes, fica estabelecida uma das principais falhas do atual modelo jurídico. Quanto a esta falha substancial dos sistemas regulatórios vigentes, *Langohr* e *Langohr*[182] pronunciam-se no sentido de identificar a redefinição legal dos *ratings* como um "serviço profissional" (ao invés de uma "mera opinião") como a principal medida no reforço da responsabilidade destas agências, implicando o seu enquadramento sob regimes semelhantes aos de setores como a auditoria ou consultoria financeira. *Schroeder*[183], por outro lado, vai mais longe

---

[179] PARNES, Dror, et al. "Rating the Credit Rating Agencies", "Applied Economics", Volume 48, 50ª Edição, Londres, Routledge, 2016

[180] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

[181] LIEVEN, Petra "Rating agencies and the Fallout of the 2007-2008 financial crisis", Frankfurt am Main, Peter Lang, 2016

[182] LANGOHR, Herwig, et al., "The Rating Agencies and their Credit Ratings", Sussex Ocidental, John Wiley & Sons, 2008

[183] SCHROEDER, Susan, "A Template for a Public Credit Rating Agency", "Journal of Economic Issues", Volume 47, 2ª Edição, Londres, Routledge, 2013

– segundo a ótica do autor, o problema classifica-se não apenas como jurídico mas, ainda, como um problema institucional, defendendo a criação de uma *agência de notação financeira* pública justamente para mitigar a inexistência de uma responsabilização real e, também, para a remoção dos desequilíbrios naturais ao modelo privado.

Outro dos desafios fundamentais quanto à regulação do setor prende-se pelas questões da transparência metodológica, entendendo-se como fundamental ao correto funcionamento do setor a adoção de metodologias que cumpram, pelo menos, três requisitos nucleares – em primeiro lugar, é indispensável a adoção de metodologias claras e compreensíveis, permitindo a análise e escrutínio das mesmas pelos investidores; em segundo lugar, é imprescindível que estas metodologias sejam testadas empiricamente, ou seja, que se encontrem fundamentadas na observação e análise dos seus impactos práticos na atuação do setor; por fim, é também indispensável a adoção de metodologias tidas como isentas de manipulação comercial ou política, garantindo o cumprimento de padrões de imparcialidade e, consequentemente, elevando os padrões de credibilidade do setor. Não obstante, como *Kruck*[184] argumenta, as promessas de transparência frequentemente resultam numa "responsabilidade formal" – isto é, correspondem a processos formais que, simulando a existência de uma responsabilidade efetiva, não alteram de modo tangível as práticas substantivas do setor; também *Lu et al.*[185] salientam a opacidade como uma das características estruturais das metodologias utilizadas, particularmente no que concerne a produtos complexos e instrumentos estruturados. A preservação de muitos dos modelos internos adotados pelas agências sob a reserva da *propriedade intelectual* dificulta, ainda, o escrutínio público das mesmas. Assim, *Cash*[186] alerta para o facto de que, inclusivamente nos casos onde se verifica a publicação das metodologias adotadas, verifica-se não obstante uma opacidade dos modelos quantitativos mais relevantes (ou, alternativamente, uma complexificação voluntária dos mesmos), tornando ineficaz o controlo por parte de investidores e reguladores. *Jones et al.*[187] analisam, ainda, o

[184] KRUCK, Andreas, "Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance", 1ª Edição, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2011
[185] LU, Jerry, et al., "Regulation of the US Credit Rating Industry and Regulatory Data Disclosures", "Law and Financial Markets Review", Volume 17, 2ª Edição, Londres, Routledge, 2023
[186] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019
[187] JONES, Laurance, et al., "Regulating rating agencies: A conservative behavioural change", "Journal of Financial Stability", Volume 2022, Amsterdão, Elsevier, 2022

panorama regulatório europeu no *pós-crise*, concluindo que, embora a *crise financeira de 2007-2008* tenha induzido comportamentos tidos como mais conservadores nas *agências de notação financeira*, a regulação setorial falhou no aumento significativo da robustez da qualidade informativa dos *ratings*, levando a *downgrades* excessivos ou inadequados e, assim, reduzindo a clareza interpretativa. A transparência, neste contexto, tem assim tendência a manifestar-se como formalista, apresentando um esforço que, negligenciando a compreensão efetiva, foca-se exclusivamente no cumprimento das normas de conformidade vigentes.

Também as questões respetivas ao impacto sistémico das agências se constituem como um dos principais desafios do setor, uma vez que os *ratings* não se constituem como meros reflexos do mercado, mas, também, como fatores que moldam diretamente o comportamento dos seus intervenientes. *Sinclair*[188] descreve, no próprio título da sua obra, as *agências de notação financeira* como os *"novos senhores do capital"*, derivado do poder que estas agências possuem no controlo do crescimento económico global. Esta influência, assim, revela implicações profundas – por um lado, a atividade do setor pode levar a um aumento de custos de financiamento para empresas e países cujos *ratings* sofrem um *downgrade*; por outro, face à dependência económica de certos fundos, a atividade do setor pode ainda levar a ciclos automáticos de venda por parte de investidores institucionais que, por mudanças no *rating* atribuído, são forçados a tal conduta; por fim, o funcionamento do setor como um todo promove efeitos pró-cíclicos, exacerbando os efeitos nefastos das crises económicas. Pelas conclusões de *Levich et al.*[189], é demonstrada a forma como, em diversos casos, as decisões das agências precedem e amplificam as crises económicas, ao invés da situação ideal que, naturalmente, se configuraria como preventiva. Neste sentido, também *Bannier e Hirsch*[190] salientam como característica dos *ratings* o facto de estes se constituírem como *instrumentos perfomativos*, isto é, instrumentos capazes de induzir comportamentos no coletivo dos mercados financeiros (em particular, sob contextos de instabilidade), salientando que o uso generalizado de

[188] SINCLAIR, Timothy J., "The New Masters of Capital – American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness", Nova Iorque, Cornell University Press, 2005

[189] LEVICH, Richard M., et al., "Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System", Nova Iorque, Springer Science+Business Media, 2002

[190] BANNIER, Christina, et al., "The economic function of credit rating agencies – What does the watchlist tell us?", "Journal of Banking & Finance", Volume 34, 12ª Edição, Amsterdão, Elsevier, 2010

watchlists e de *outlooks* veio a estabelecer, *de facto,* um meio de influência essencialmente antecipatória, reagindo os mercados sobretudo às expectativas originadas pelas *agências de notação financeira* e não, como seria desejável, à informação fundamental; esta perspetiva é reforçada por *Attig et al.*[191], na medida em que é demonstrando através de métodos empíricos pelos autores que, em contextos de elevada incerteza política, verifica-se que os *ratings* adotam um perfil menos informativo, a tendência para a inflação generalizada dos mesmos e, ainda, uma redução na sua correlação com a fundamentação de crédito, sendo este efeito ainda amplificado quando verificada a existência de conflitos de interesse (vg. relações prolongadas ou dependência económica perante grandes clientes). Ainda no que concerne ao impacto sistémico, de acordo com as conclusões de *Brookfield e Ormrod*, a centralidade dos *ratings* nos requisitos prudenciais (vg. Basileia II/III, Solvência II) reforça o efeito amplificador da conduta das agências, institucionalizando-se "gatilhos" para a ocorrência de eventos sistémicos como a *crise da dívida soberana europeia*[192].

É evidente, assim, apesar dos méritos dos esforços regulatórios verificados, que estes, muitas vezes, falham na sua tarefa essencial da transformação da responsabilidade simbólica numa verdadeira responsabilidade material, assim como na transformação da transparência formal numa inteligibilidade efetiva; a permanência da doutrina da opinião como um escudo jurídico, conjuntamente com a opacidade metodológica protegida por argumentos associados à proteção da *propriedade intelectual*, configura um sistema no qual a responsabilização é reduzida e, consequentemente, também o escrutínio assume um papel ilusório – em última instância, o setor da *notação financeira* continua a operar com uma margem considerável de autonomia que não se verifica noutros prestadores de

[191] ATTIG, Najah, et al., "Credit Ratings quality in uncertain times", "Journal of International Financial Markets, Institutions & Money", Volume 75, Amsterdão, Elsevier, 2021

[192] Esta crise, verificada a partir do final do ano de 2009, correspondeu a um período de alta instabilidade económica e financeira que, atingindo vários países da *Zona Euro* no decorrer da década de 10, surge pela verificação de que diversos *estados-membros* (vg. Portugal, Grécia, Espanha, entre outros) estariam a acumular níveis insustentáveis de dívida pública enquanto as suas economias apresentavam baixos níveis de competitividade económica e um crescimento económico anémico. O receio de incumprimento por parte dos investidores levou à exigência de juros progressivamente mais altos, agravando ainda mais a situação fiscal destes países. Também as *agências de notação financeira* desempenharam um papel controverso nesta crise, uma vez que a redução repetida dos *ratings* destes estados levara a um efeito *pró-cíclico* e, assim, a uma amplificação reforçada da crise.

serviços com impactos sistémicos derivados da sua atividade. O reconhecimento de que os *ratings* produzem efeitos performativos e configuradores dos mercados (e não apenas de teor descritivo) impõem uma alteração regulatória paradigmática, assente no tratamento da informação financeira como um bem público regulado e não, como muitas vezes parece querer estabelecer-se, como um simples produto comercial mediado pela própria reputação. A defesa deste modelo implica, necessariamente, que as *agências de notação financeira* sejam encaradas não apenas como empresas privadas sujeitas à concorrência, mas como atores de poder económico estruturante cujos erros e incentivos distorcidos representam consequências distributivas reais. Neste sentido, a consolidação de um regime jurídico mais exigente (nomeadamente, com a criação de regras de responsabilização civil efetiva, métricas auditáveis de qualidade informativa e mecanismos de controlo externo quanto às metodologias) torna-se não apenas desejável mas, ainda, como imperativa à integridade funcional dos mercados e à proteção do interesse público.

III.d.ii. A Proteção do Investidor

Quando analisamos o papel das *agências de notação financeira* no funcionamento dos mercados financeiros, identificamos como promessa central destas agências a sua função como agências mitigadoras das *assimetrias informativas* entre emissores de dívida e investidores, desempenhando assim estas agências um papel fundamental como facilitadores no acesso a informação relativa a determinados ativos que, deste modo, permitem ao investidor a tomada de decisão assente em juízos de valor racionais e devidamente fundamentados. No entanto, verifica-se que, na prática, o modelo remuneratório destas agências, a distorção dos seus incentivos e as diversas falhas identificadas na regulação efetiva do setor têm comprometido de forma grave o seu papel protetor nos mercados financeiros. De acordo com *Bannier e Tyrell*[193], os *ratings* cumprem um papel de mediação no sentido em que providenciam avaliações agregadas relativamente ao risco de crédito que, na teoria, se manifestariam como úteis para investidores com capacidade analítica própria reduzida; no entanto, são vários os estudos posteriores que vêm a demonstrar que a informação contida nestes *ratings* é manifestamente limitada, em particular, como salientam *Attig et al.*[194], no que concerne a mercados emergentes ou a contextos de instabilidade política. Além disto, *Livingston et al.*[195] demonstram que, na *República Popular da China*, os *ratings* assumem frequentemente uma natureza de *homogeneidade superficial*[196], o que resulta numa circunstância sobre a qual, sendo estes pouco discriminatórios, se tornam os *ratings* inúteis como ferramenta de decisão eficaz.

---

[193] BANNIER, Christina, et al., "The economic function of credit rating agencies – What does the watchlist tell us?", "Journal of Banking & Finance", Volume 34, 12ª Edição, Amsterdão, Elsevier, 2010

[194] ATTIG, Najah, et al., "Credit Ratings quality in uncertain times", "Journal of International Financial Markets, Institutions & Money", Volume 75, Amsterdão, Elsevier, 2021

[195] LIVINGSTON, Miles et al., "Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry", "Journal of Banking and Finance", Volume 87, Amsterdão, Elsevier BV, 2017

[196] Entenda-se esta *homogeneidade superficial* como a circunstância sobre a qual grande parte dos *ratings* emitidos correspondem a classificações superiores à categoria *A*.

Também no que concerne ao conflito originário no modelo *issuer-pays* se configura como um risco sistémico para o investidor, uma vez que, tal como salientam *Skreta et al.*[197] e *Bar-Isaac et al.*[198] nas suas respetivas obras, reúnem-se as condições necessárias para que, com a adoção deste modelo, sejam originados incentivos para a emissão de *ratings* de crédito excessivamente otimistas (em particular, durante ciclos de crescimento económico), nos quais a concorrência entre *agências de notação financeira* pelo cliente (entenda-se, emissor) intensifica a complacência destas agências na conduta adotada. Este fenómeno assume particular gravidade para os investidores institucionais e retalhistas, que podem assim assumir posições de risco elevado com base em avaliações que, não correspondendo à realidade factual de um determinado ativo, privam o investidor de instrumentos eficazes para a contestação ou auditoria das metodologias adotadas na avaliação.

É ainda pertinente salientar, como deficiência nuclear do setor, o *"paradoxo da regulação"* – entenda-se, por este paradoxo, a situação na qual o próprio regulador, nos esforços regulatórios que realiza, reforça a dependência dos investidores sobre as *agências de notação financeira* pela integração dos *ratings* nos quadros prudenciais (vg. *Basileira II/III* e *Solvência II*), gerando-se consequentemente uma cultura de *externalização* da diligência (ou seja, como salientam *Jones et al.*[199], os investidores abandonam a prática de avaliação própria do risco, confiando cegamente nas classificações externas emitidas pelas agências). Esta dependência encontra-se, ainda, reforçada por se verificar a existência de uma obrigação legal da manutenção de carteiras de investimento, por parte de vários fundos, seguradoras e bancos, nas quais um teto mínimo de *rating* se encontra estabelecido, levando potencialmente, face a descidas abruptas nos *ratings* atribuídos, a uma situação de *liquidação em massa* de um determinando ativo, levando assim à amplificação dos níveis de volatilidade e, consequentemente, prejudicando de forma agravada os próprios investidores (que, na teoria, deveriam beneficiar de uma proteção direta por parte da regulação). Associada a este paradoxo podemos ainda identificar a ausência de responsabilidade e a opacidade

[197] SKRETA, Vasikili, et al., "Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation", "NBER Working Paper Series", Cambridge, National Bureau of Economic Research, 2009

[198] BAR-ISAAC, Heski, et al., "Ratings Quality over the Business Cycle", "Journal of Financial Economics, Volume 108, 1ª Edição, Amsterdão, Elsevier, 2013

[199] JONES, Laurance, et al., "Regulating rating agencies: A conservative behavioural change", "Journal of Financial Stability", Volume 2022, Amsterdão, Elsevier, 2022

metodológica como vícios inerentes ao setor, uma vez que, apesar das obrigações de *disclosure* impostas por reformas como o *Regulamento (EU)462/2013*, é demonstrado por via de estudos empíricos[200] que são ainda pouco entendidos, por parte da grande maioria dos investidores, os princípios metodológicos utilizados pelas agências, não existindo igualmente recursos ao dispor do investidor para o seu escrutínio. Além disto, a inexistência de sanções ou de uma responsabilização legal eficazes em situações de erro grosseiro ou negligência nas classificações – veja-se, a título exemplificativo, a *crise do subprime* – abandona o investidor final, desprotegendo-o ativamente (e levando, inclusivamente, à teorização quanto à criação de uma *agência de notação financeira pública*, como sugere *Schroeder*[201], precisamente para restaurar a função de bem público que deveria ser exercida pelos *ratings* das agências).

Assim, a proteção do investidor permanece constituída como uma das grandes promessas incumpridas da regulação das *agências de notação financeira*, verificando-se que o modelo atual persiste na exposição do investidor a riscos sistémicos, a avaliações enviesadas e a falhas de supervisão. Como salienta *Cash*[202], as agências continuam a desempenhar um papel de *infraestruturas privadas a desempenhar funções públicas, não assumindo as responsabilidades inerentes a tal função*, sendo então indispensável uma resposta regulatória que supere as linhas do formalismo jurídico e que enfrente os fundamentos económicos e institucionais do setor para restaurar o papel regulatório da proteção do investidor. Neste sentido, são identificadas como propostas para a melhoria da proteção do investidor uma reforma do modelo remuneratório das agências (vg. pela transição para modelos de natureza *investor-pays* ou *híbridos*), pelo estabelecimento de *ratings públicos* (paralelos ou em substituição dos *ratings privados*) como sugerem *Schoreder* e *Cash*, pela limitação da utilização dos *ratings* como requisitos legais (forçando o desenvolvimento de mecanismos de avaliação próprios por parte dos investidores) e, ainda, promover uma maior regulação comportamental das agências, enquadrando-as no âmbito de obrigações fiduciárias análogas às aplicáveis ao setor da consultoria financeira.

---

[200] GARCÍA ALCUBILLA, Raquel, et al., "Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation", 1ª Edição, Oxford, Oxford University Press, 2012

[201] SCHROEDER, Susan, "A Template for a Public Credit Rating Agency", "Journal of Economic Issues", Volume 47, 2ª Edição, Londres, Routledge, 2013

[202] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

Neste quadro, torna-se inevitável o reconhecimento de que o atual modelo regulatório apresenta nítidas falhas no cumprimento do seu objetivo elementar – a garantia da proteção do investidor enquanto sujeito vulnerável num mercado naturalmente assimétrico. As *agências de notação financeira*, que deveriam atuar enquanto intermediários confiáveis, continuam a operar como atores descomprometidos com as consequências públicas da sua atividade, acentuadas pela presença de um modelo jurídico que legitima a irresponsabilidade e pela arquitetura regulatória que, apesar de estabelecer padrões, institucionaliza a dependência no setor; a substituição da análise crítica do risco pela confiança cega nos *ratings* (fomentada, em grande parte, pelos próprios reguladores) representa um paradoxo que afeta diretamente a autonomia do investidor, fragilizando-o face a decisões informadas por *ratings* cuja lógica subjacente assume, de modo sistemático, naturezas opacas ou, até, enviesadas. Deste modo, mais do que ajustes incrementais, impõe-se uma reconfiguração profunda do papel das *agências de notação financeira* no ecossistema financeiro – não como entidades de mera conveniência técnica, mas como verdadeiras infraestruturas de impacto público que, assim, devem estar sujeitas a deveres de diligência, transparência e responsabilização proporcionais à sua influência. A proteção do investidor, nesta perspetiva, não pode ser tratada como efeito colateral benéfico de uma boa prática regulatória – deve, sobretudo, constituir-se como um ponto de partida normativo para qualquer reforma séria do setor.

III.e. Reforma Regulatória do Setor

A necessidade da reforma no setor da *notação financeira* surge com força renovada no período que sucede às grandes crises económicas do *século XXI* que, pelas consequências nefastas que representaram, expuseram de forma clara as fragilidades estruturais e os conflitos de interesse ainda existentes nas *agências de notação financeira*. Se é certo que, durante décadas, o seu papel no funcionamento dos mercados foi amplamente tolerado como possuindo uma natureza *tecnocrática* e, assim, neutral, os colapsos associados à *crise financeira de 2007-2008* e à subsequente *crise da dívida soberana europeia* revelaram as principais características perversas do setor – a preponderância de uma situação *oligopolística*, a opacidade no método e as deficiências na regulação. É importante, então, procurar avaliar de forma crítica as reformas regulatórias implementadas como resposta a estas crises, atribuindo particular foco aos casos dos *Estados Unidos da América*, da *União Europeia* e da *República Popular da China*. Mais do que um esforço meramente descritivo dos diplomas legais ou estruturas estabelecidas, pretende-se, aqui, analisar o alcance destas reformas na aplicação de mudanças estruturais genuínas (capazes de transformar substancialmente os fundamentos do setor) ou se, ao invés, se configuram como reações institucionais de caráter meramente simbólico que, assim, estão meramente orientadas para um restauro temporário da confiança pública sem uma alteração substancial quanto aos incentivos económicos, ao modelo remuneratório dominante ou à arquitetura *oligopolística* do setor.

III.e.i. Reforma ou Reação? Avaliação crítica das reformas *pós-crise* no setor da notação financeira

As reformas regulatórias no setor da *notação financeira*, implementadas em resposta às *crises financeiras de 2007-2008* e à *crise da dívida soberana europeia*, foram recebidas com expectativas elevadas. Não obstante, pela leitura crítica dos textos normativos que constituem estes esforços de reforma regulatória, é possível identificar que, embora ambiciosas no plano normativo, representam uma alteração pouco substancial da estrutura de incentivos, do domínio *oligopolístico* ou da dependência regulatória sistémica que caracterizam o setor. O que é anunciado por diversas vezes como um esforço de reforma não constitui, assim, mais do que uma simples reação institucional com objetivo primordial não de estabelecer uma alteração substancial do paradigma da *notação financeira*, sendo um simples esforço institucional na reabilitação da legitimidade das instituições sem, assim, procurar corrigir as bases económicas e políticas do problema. O fenómeno da *reforma reactiva* – isto é, da emergência de reformas induzidas por crises – é explorado por *Pagliari*[203], que identifica a tendência global para a multiplicação de regras e de instituições sem que, assim, sejam confrontados os elementos centrais da captura regulatória; fenómenos como a criação de entidades como o *Office of Credit Ratings* (nos *Estados Unidos*) ou a centralização da *ESMA* (na *União Europeia*) representa, efetivamente, uma tentativa de coordenação burocrática que, limitando-se a si mesma na eficácia e alcance dos seus efeitos, evita uma redistribuição de poder económico ou informativo. Ainda no que concerne às próprias reformas desencadeadas de modo reativo, verifica-se que, também estas, são alvo de severas críticas – *Cash*[204], na sua obra, critica precisamente a ineficácia das medidas que, focando-se predominantemente em questões de *conformidade* (e estabelecendo obrigações formais), não se traduzem numa responsabilização substancial, sendo muitas das novas exigências internalizadas pelas *agências de notação financeira* como parte integral das suas rotinas de gestão reputacional e, consequentemente, impactando de

[203] PAGLIARI, Stefano, "Making Good Financial Regulation – Towards a Policy Response to Regulatory Capture", International Centre for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House Publishing, 2012

[204] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

forma vastamente insignificativa a qualidade dos *ratings*; *Mathis et al.*[205] demonstram que, inclusivamente após a introdução de novos requisitos informativos, a qualidade preditiva dos *ratings* permaneceu estável, o que sugere o impacto limitado da reforma regulatória e fundamenta a posição de que o formalismo técnico não se traduziu em alterações substanciais. Também *Jones et al.*[206] referem que a regulação do *pós-crise* se manifestou sobretudo no plano simbólico, enfatizando um esforço na restauração da confiança pública sem uma rutura com os padrões institucionais anteriores, tendo também *Cash*[207] alertado para o facto de que, com a criação de novos reguladores e de procedimentos mais rígidos, apenas fora alcançada uma legitimação (e não uma transformação substancial) do sistema vigente.

É também pertinente salientar a falha dos esforços na reforma regulatória numa alteração substancial de dois vícios fundamentais na estruturação nuclear do setor – por um lado, no que concerne ao *modelo remuneratório* e, por outro, no que concerne à sua *natureza oligopolística*. Quanto ao primeiro, salientam autores como *Buiter*[208] e *Pagliari*[209] que o modelo remuneratório *issuer-pays*[210] – configurado como o *"epicentro do conflito de interesses"* – permanece inalterado; este sistema cria, pela sua própria natureza, um conflito de interesses estrutural, incentivando *ratings* favoráveis face ao contexto de alta concorrência entre um leque restrito de agências, e a preservação do modelo deve-se, apesar das críticas públicas e sucessivas reformas legislativas que se seguiram à crise, à dificuldade prática da criação de alternativas viáveis e sustentáveis, tendo-se entendido o

---

[205] MATHIS, Jérôme, et al., "Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?", "Journal of Monetary Economics", Volume 56, Amsterdão, Elsevier, 2009

[206] JONES, Laurance, et al., "Regulating rating agencies: A conservative behavioural change", "Journal of Financial Stability", Volume 2022, Amsterdão, Elsevier, 2022

[207] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

[208] BUITER, Willem, "Central Banks and Financial Crisis", Cidade do Kansas, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2008

[209] PAGLIARI, Stefano, "Making Good Financial Regulation – Towards a Policy Response to Regulatory Capture", International Centre for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House Publishing, 2012

[210] *White* identifica (in "WHITE, Lawrence, "Markets – The Credit Rating Agencies", Volume 24, 2ª Edição, Nashville, American Economic Association, 2010") a origem dos vícios associados ao modelo *issuer-pays* na transição do modelo *investor-pays*, no decorrer das décadas de 70 e 80. Não tendo sido a transição acompanhada de mecanismos de compensação regulatória ou de reforço da independência institucional, contribuiu assim para a proliferação de *ratings* excessivamente otimistas, em particular no que concerne a produtos estruturados.

modelo *investor-pays* como injusto (pelas práticas, nomeadamente, de *freeriding* e de fragmentação do incentivo) e a proposta da criação de uma *agência de notação financeira pública* como utópica ou incompatível com o funcionamento dos mercados financeiros; se, por um lado, *White* defende que o modelo *issuer-pays* não se configura como intrinsecamente corrupto, o autor confirma a sua vulnerabilidade face a situações onde se verifique a inexistência de estruturas de *governance* eficazes, uma concorrência real e uma pressão reputacional significativa, confirmando-se a sua vulnerabilidade face ao paradigma atual do setor. Quanto ao segundo, como demonstra *White*[211], as *três irmãs* continuam a dominar o mercado[212], tendo sido a sua consolidação profundamente promovida por mecanismos como o *norte-americano NRSRO* que, até meados da década de 2000, vedava de forma quase total a entrada a novos participantes no setor; a opacidade, informalidade e a inexistência de critérios explícitos na atribuição desta classificação, de acordo com *White*[213], conduziu à impossibilidade de concorrência efetiva, favorecendo os incumbentes mesmo perante reformas como a *CRARA*; com a concentração excessiva de poder por parte destas agências, fica nítida a ineficácia estrutural das reformas para um reequilíbrio do setor e, consequentemente, para uma redução considerável do impacto sistémico das decisões de um número limitado de atores.

No balanço crítico das reformas pós-crise no setor da *notação financeira*, impõe-se reconhecer que o percurso percorrido, até então, ainda que densamente regulamentado no plano normativo, apresentou falhas na materialização de uma reforma com substância estrutural – o que temos, portanto, não se configura como uma transformação real mas, sim, como uma reconfiguração meramente estética da ordem vigente, sendo preservados os vícios institucionais sob a aparência de uma nova legitimidade regulatória; a persistência do modelo *issuer-pays*, a concentração de mercado em torno de três entidades dominantes e a manutenção de uma lógica reputacional como único mecanismo disciplinador refletem uma postura reformista que atribuiu prioridade não ao ataque do risco económico mas, sim, à mera gestão do risco político. Isto verifica-se, desde logo, pela criação de organismos como a *ESMA* ou o *OCR* que, ainda que relevantes no plano

[211] WHITE, Lawrence, "Markets – The Credit Rating Agencies", Volume 24, 2ª Edição, Nashville, American Economic Association, 2010

[212] A quota de mercado da *Moody's, Standard & Poor's* e *Fitch* corresponde aproximadamente, respetivamente, a *40%*, *40%* e *15%*. Esta aproximação é baseada tanto nas receitas, como no volume de emissões avaliadas.

[213] WHITE, Lawrence, "Markets – The Credit Rating Agencies", Volume 24, 2ª Edição, Nashville, American Economic Association, 2010

simbólico e organizacional, atuam por diversas vezes como estruturas de consolidação do *status quo*, convertendo a crise não numa oportunidade de rotura com os vícios já identificados mas, sim, numa estratégia de absorção institucional da crítica; a própria linguagem optada pelas reformas – assente em conceitos como o *"fortalecimento da transparência"* ou a *"melhoria das práticas"* – evita um confronto real das bases materiais do problema, priorizando-se uma reforma que, não procedendo com uma redistribuição real de poder, falha numa alteração material dos circuitos de dependência institucional entre agências, emissores e reguladores. Torna-se então, neste contexto, indispensável repensar o próprio conceito de reforma – deverá a reforma desempenhar um papel na reestruturação do setor, ou apenas pretender atingir soluções que, ainda que correspondendo a uma fácil implementação, apenas "remendam" os problemas observados de forma provisória? Sem uma alteração do modelo de incentivos, sem a existência de mecanismos efetivos de responsabilização e sem uma desconcentração do poder informativo detido pelas agências, as reformas não passarão do plano meramente reativo, o que leva a que, ao mascarar o problema fundamental quanto ao funcionamento do setor, prolonga as disfunções sistémicas e expõe, a cada novo ciclo de instabilidade económica, os limites do modelo de autorregulação.

III.e.ii. Coordenação e cooperação internacional na regulação do setor

A regulação das *agências de notação financeira* insere-se num ecossistema profundamente transnacional. Ainda que a sua atividade encontre implementação no panorama doméstico das várias jurisdições, os *ratings* representam um impacto global. Assim, é clara a impossibilidade de controlar os seus riscos e externalidades através de respostas meramente nacionais, revelando-se a necessidade de uma coordenação internacional robusta simultaneamente de uma perspetiva normativa, mas também de uma perspetiva técnica, face à fragmentação regulatória observada na resposta à *crise financeira de 2007-2008* mas, também, pelos efeitos *em cascata* dos *ratings soberanos* sobre as economias europeias e emergentes.

Desde os *anos 2000*, verifica-se que a *Organização Internacional de Valores Mobiliários*[214] tem demonstrado um esforço ativo no estabelecimento de diretrizes para a conduta e supervisão das *agências de notação financeira*. Precisamente pela introdução dos *Princípios da IOSCO relativamente à Atividade de Notação Financeira*[215], foi representado um esforço inicial na promoção de uma harmonização regulatória, focando-se esta em três eixos fundamentais – na qualidade dos *ratings*, na independência analítica e na gestão de conflitos de interesse. Não obstante, como salienta *Pagliari*[216], estes princípios não se manifestam sob natureza vinculativa, dependendo assim da sua incorporação voluntária por parte das autoridades nacionais e, assim, resultando na sua aplicação desigual e num elevado grau de flexibilidade interpretativa por parte das agências; ainda quanto a estes princípios, *Lieven*[217] identifica que estes tendem a um reforço da institucionalização da autorregulação, estabelecendo uma fachada de convergência global sem que os elementos centrais do modelo remuneratório das *agências de notação financeira* seja abordado. Também na sequência da crise financeira

[214] Denominada pelo acrónimo *IOSCO*; Em inglês, *International Organization of Securities Commissions*
[215] Em inglês, *IOSCO Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies.*
[216] PAGLIARI, Stefano, "Making Good Financial Regulation – Towards a Policy Response to Regulatory Capture", International Centre for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House Publishing, 2012
[217] LIEVEN, Petra "Rating agencies and the Fallout of the 2007-2008 financial crisis", Frankfurt am Main, Peter Lang, 2016

global, o *G20*[218] e o *Conselho de Estabilidade Financeira*[219] passaram a integrar as *agências de notação financeira* nas suas agendas de reforma do sistema financeiro, sendo que, dentro das suas propostas, podemos salientar a recomendação, pelo *FSB*, para a redução da dependência mecânica nos *ratings* externos nas regulações prudenciais, propondo para este efeito o desenvolvimento de capacidade de análise de risco interna por parte dos bancos, seguradoras e, em geral, gestores de ativos; apesar da ampla receção positiva desta recomendação, é verificado por autores como *Jones et al.*[220] que, na prática, as autoridades de supervisão permanecem altamente dependentes nos *ratings* para efeitos de conformidade regulatória (vg. pelos requisitos de capital de *Basileia III* ou regras de *Solvência II*), preservando-se a centralidade das *agências de notação financeira* no sistema financeiro (sendo, portanto, a implementação da recomendação notoriamente limitada) e, consequentemente, não sendo estabelecidas alternativas funcionais. Assim, configura-se como principal obstáculo à cooperação internacional as assimetrias verificadas entre os diferentes sistemas financeiros do globo, assim como pela relutância dos Estados na cedência da sua soberania jurisdicional no que concerne à regulação em matérias financeiras; a dependência no setor privado, as diferenças entre os modelos económicos (em particular, entre o *modelo ocidental* e o *modelo chinês*) e a persistência de interesses próprios das nações dificultam a criação de um regime coerente e vinculativo de aplicação global[221].

---

[218] O *G20*, também conhecido como *Grupo dos 20*, corresponde a um grupo no qual as 19 maiores economias globais se fazem representar, através de *ministros das finanças* e chefes dos respetivos *bancos centrais*. Criado em 1999, resulta das sucessivas crises financeiras da *década de 90*.

[219] Denominado pelo acrónimo *FSB*; Em inglês, *Financial Stability Board*. Corresponde a um organismo internacional de natureza supervisional, realizando recomendações quanto ao sistema financeiro global.

[220] JONES, Laurance, et al., "Regulating rating agencies: A conservative behavioural change", "Journal of Financial Stability", Volume 2022, Amsterdão, Elsevier, 2022

[221] *Schroeder* (in "SCHROEDER, Susan, "A Template for a Public Credit Rating Agency", "Journal of Economic Issues", Volume 47, 2ª Edição, Londres, Routledge, 2013" salienta que, no plano global, verifica-se a existência de uma *governance* transgovernamental altamente fragmentada, não existindo uma autoridade transnacional forte. Neste plano, diversos organismos (vg. *IOSCO, FSB, OCDE*) operam numa circunstância de sobreposição de competências, não se verificando capacidade na aplicação coordenada dos princípios projetados.

IV. Desafios Emergentes e Futuro do Setor

O setor da *notação financeira*, pela sua própria natureza de mutação constante, dificilmente se posiciona num paradigma de relativa estabilidade. A esta mutabilidade constante, e após décadas do domínio de modelos organizacionais e epistemológicos consolidados, acrescem-se novas forças reconfiguradoras dos seus alicerces fundamentais. A emergência de novas tecnologias como a *inteligência artificial* e a proliferação massiva da *big data*, juntamente com a crescente complexificação dos mercados financeiros, exercem pressões inéditas sobre os instrumentos regulatórios já existentes. Simultaneamente, a globalização normativa e os conflitos entre jurisdições vêm a acentuar significativamente as tensões em questões como a *soberania regulatória* e a *eficácia transnacional* das normas aplicáveis às *agências de notação financeira*.

IV.a. A Inovação Tecnológica e a Regulação do Setor

A inovação tecnológica constitui uma transformação radical do ecossistema financeiro, exercendo impactos quer diretos, quer indiretos no setor da *notação financeira*. A emergência de tecnologias de *inteligência artificial*, o crescimento do setor da *big data*, a automação da própria atividade da *notação financeira* e a disrupção generalizada dos modelos tradicionais de previsão financeira dão origem a desafios no que concerne, por um lado, aos pressupostos técnicos inerentes ao setor, mas também aos próprios modelos regulatórios vigentes. Esta evolução, que origina, por um lado, promessas de níveis mais elevados de eficiência e de capacidade preditiva, leva igualmente, por outro lado, ao surgimento de novos riscos relativos à opacidade, à discriminação algorítmica, à ampliação das *assimetrias informativas* já existentes e a uma fragilização da *responsabilidade institucional*. Assim, de um modo progressivamente maior, as *agências de notação financeira* (assim como os demais intermediários financeiros) têm vindo a integrar nos seus modelos operacionais modelos algorítmicos de decisão com vista à substituição (ou, eventualmente, mero complemento) da análise humana, implicando estas alterações técnicas uma mudança epistemológica – a atividade da *notação financeira* abandona a sua premissa como exercício interpretativo e, em alternativa, torna-se cada vez mais modelada por fluxos de dados de grande escala e por modelos de *machine learning*, sendo os critérios a si correspondentes, muitas vezes, inacessíveis ao escrutínio público. Como defende *Pasquale*[222], esta transição corresponde a uma *caixa negra informacional*, uma vez que o poder de decisão torna-se, cada vez mais, encapsulado num conjunto de processos que, não estando dotados de um grau de transparência adequado, não se configuram como contestáveis pelos intervenientes que neles dependem.

Outra questão pertinente no que concerne à inovação tecnológica e o setor de *notação financeira* prende-se, ainda, pelo crescimento da *big data*, que tem vindo a promover uma alteração substancial da própria natureza da avaliação de risco. Como é demonstrado por *Rosenblatt*[223], os modelos de *scoring* de crédito baseados em dados comportamentais (vg.

[222] PASQUALE, Frank, "The Black Box Society: The Secret Algorithms that Control Money and Information", Cambridge, Harvard University Press, 2015
[223] ROSENBLATT, Eric, "Credit Data and Scoring – The First Triumph of Big Data and Big Algorithms", Amsterdão, Elsevier Academic Press, 2020

Consumo, localização ou perfis de redes sociais) aglomerados em larga escala permitem o acesso a conclusões estatísticas mais amplas do que se revelava tradicionalmente possível; no entanto, o acesso a estas métricas torna-as, por consequência, também mais propensas a discriminação generalizada e, ainda, a uma sobrecarga de *ruído estatístico*. A tentação presente de importar estes sistemas para o universo da *notação financeira* leva à génese de novos desafios éticos e jurídicos, tendo-se demonstrado a atual moldura regulatória incapaz de os enfrentar. O recurso a dados de natureza não-financeira – tais como *históricos de navegação* ou o comportamento dos utilizadores nas mais diversas plataformas digitais – levanta questões profundas quanto à legitimidade das fontes de informação e, também, quanto aos limites da vigilância financeira. Como salienta *Watcher*[224], verifica-se a emergência de uma ameaça à proteção dos direitos fundamentais dos indivíduos e das entidades avaliadas pela opacidade algorítmica, por um lado, mas também pela ausência de um verdadeiro *"direito à explicação"* no contexto das decisões automatizadas. Ao verificar a existência destas lacunas, verifica-se uma falha de particular gravidade tendo em consideração as particularidades deste setor que, pela sua natureza, condiciona o acesso ao crédito, as taxas de juro aplicadas ou, até, o investimento estrangeiro direto.

No plano regulatório, instituições como a *IOSCO* reconhecem os riscos da inovação tecnológica no setor, mas apresentam, não obstante, respostas muito limitadas – num dos seus relatórios[225], a instituição aponta a necessidade de uma *governance* robusta sobre os modelos algorítmicos, assim como a realização de auditorias regulares quanto à qualidade e enviesamento dos mesmos; deixa por responder, no entanto, uma questão fundamental – o modo como estes mecanismos poderão ser implementados em agências de natureza privada, tendo em conta que, sendo muitas destas sediadas em jurisdições sem capacidade de aplicação direta, se torna particularmente difícil a implementação das medidas regulatórias. Assim, a incorporação da inovação tecnológica no setor da *notação financeira* é representativa de um ponto de inflexão crítico, uma vez que as soluções jurídicas tradicionais (vg. Regras de transparência, requisitos de independência) são, agora, notoriamente insuficientes face à opacidade e escalabilidade dos sistemas

[224] WATCHER, Sandra, et al., "Why a Right to Explanation of Automated Decision-Making does not exist in the General Data Protection Regulation", "International Data Privacy Law", Bolonha, Centre for Digital Ethics, Università di Bologna, 2020

[225] IOSCO, "The use of artificial intelligence and machine learning by market intermediaries and asset managers – Final Report", Madrid, IOSCO, 2021

automatizados. Tal como é argumentado por *Yeung*[226], urge, portanto, identificar um modelo regulatório quanto à própria lógica algorítmica, pretendendo-se assim ultrapassar o paradigma da mera supervisão dos *outputs* em prol de uma intervenção direta nos próprios critérios de modelo, nomeadamente no que concerne aos pesos, exclusões e correlações adotadas pelos algoritmos – conclui-se, portanto, que a regulação destas tecnologias se configura como insuficiente, sendo igualmente importante face às inovações tecnológicas do setor a preservação dos fundamentos normativos da regulação financeira (vg. transparência, previsibilidade, responsabilidade e justiça) em circunstâncias da progressiva transição para métodos de decisão de natureza não humana.

[226] YEUNG, Karen, "Algorithmic Regulation: A Critical Regulation", TLI Think! Paper 62/2017, Londres, King's College London Law School, 2017

IV.a.i. A Inteligência Artificial

A crescente adoção de sistemas assentes em tecnologias de *Inteligência Artificial* por instituições financeiras tem vindo a transformar, de modo profundo, os processos de avaliação de risco. No contexto das *agências de notação financeira*, esta transformação configura contornos particularmente sensíveis no sentido em que promove uma alteração dos próprios fundamentos da produção de conhecimento financeiro e, assim, estimulando a transição de um modelo qualitativo de análise para um processo estatístico e automatizado que, pela sua própria natureza, resulta num processo de difícil auditoria e, ainda, revela um elevado grau de opacidade. Alguns autores, como *Pasquale*[227], alertam para a emergência de uma sociedade *"caixa negra"*, no sentido em que as decisões cruciais (vg. Acesso a crédito, o custo da dívida ou o próprio investimento soberano) são orientados por sistemas algorítmicos com reduzida transparência, limitando a sua exposição à *responsabilidade pública*; no âmbito das *agências de notação financeira*, resultam desta realidade um leque de riscos significativos, uma vez que os *ratings* continuam a ser vastamente utilizados como referência regulatória ainda que, muitas vezes, sejam baseadas em modelos cuja lógica interna se apresenta como invisível para os reguladores e para o público. Estas preocupações em torno da questão da transparência e falta de *explicabilidade* dos modelos de *Inteligência Artificial* são igualmente salientados por *Watcher et al.*[228], demonstrando os autores o modo como o próprio *Regulamento Geral de Proteção de Dados europeu* falha no que concerne a assegurar um verdadeiro *"direito à explicação"* em circunstâncias de decisão automatizada. A lógica subjacente aos sistemas de *Inteligência Artificial* (em particular, quanto aos sistemas baseados em *deep learning*) não obedece aos mecanismos clássicos de justificação, desafiando consequentemente os paradigmas jurídicos tradicionais assentes em princípios de causalidade, rastreabilidade e imparcialidade. Por outro lado, o *relatório da IOSCO de 2021* destaca que, com a crescente adoção de *modelos* de *Inteligência Artificial* por intermediários financeiros, torna-se exigível uma reconfiguração da supervisão

[227] PASQUALE, Frank, "The Black Box Society: The Secret Algorithms that Control Money and Information", Cambridge, Harvard University Press, 2015

[228] WATCHER, Sandra, et al., "Why a Right to Explanation of Automated Decision-Making does not exist in the General Data Protection Regulation", "International Data Privacy Law", Bolonha, Centre for Digital Ethics, Università di Bologna, 2020

regulatória, assente na *governance* dos modelos, na robustez dos dados utilizados no treino dos modelos e na identificação de enviesamentos algorítmicos. Estas preocupações encontram aplicação, *mutatis mutandis*, ao setor da *notação financeira*, tendo a sua evolução tecnológica tendido à replicação de práticas já visíveis nas demais formas de *scoring de crédito. Clements*[229] alerta que a regulação da *Inteligência Artificial* implica uma abordagem responsiva que, assim, se manifeste como capaz de se adaptar às rápidas transformações tecnológicas sem perder, no entanto, de vista os princípios estruturantes do direito financeiro; é evidenciado pela literatura, no entanto, a inexistência de uma *moldura regulatória* específica para a utilização de tecnologias de *Inteligência Artificial* por parte das *agências de notação financeira*, tornando possível a emergência de vícios como as *assimetrias informativas*, a existência de decisões discriminatórias e a degradação da responsabilidade das agências. *Rosenblatt*[230] demonstra, ainda, o modo como os modelos algorítmicos aplicados ao *scoring* de crédito já incorporam, aos dias de hoje, fontes de dados não tradicionais (nomeadamente, o *comportamento digital*, a *geolocalização* e as *redes sociais*), cujos critérios de inclusão e ponderação não se encontram controlados por quaisquer mecanismos de regulação pública. A possível transposição desta lógica para o setor da *notação financeira* implicaria, assim, uma alteração profunda à própria noção de *risco*, através da sua substituição por *proxies* estatísticos cujo significado económico pode estar exposto a profundo enviesamento. É, consequentemente, identificado por *Yeung*[231]um risco de *governance* algorítmica silenciosa, não se limitando os sistemas automatizados à informação mas, também, à própria alteração das regras e dos comportamentos dos mercados sem que estas novas formas de normatividade alcancem reconhecimento, por um lado, mas também que sobre as mesmas seja exercido um controlo jurídico.

Importa ainda, no âmbito do panorama regulamentar da *União Europeia*, salientar o *Regulamento (UE) 2024/1689*, que constitui um significativo marco na adoção de medidas com vista à regulação da *Inteligência Artificial* através de um modelo normativo assente no risco e orientado para a salvaguarda dos valores fundamentais da ordem

[229] CLEMENTS, Ryan, "Regulating Fintech in Canada and the United States: Comparison, Challenges and Opportunities", School of Public Policy Research Series, Calgary, University of Calgary, 2019

[230] ROSENBLATT, Eric, "Credit Data and Scoring – The First Triumph of Big Data and Big Algorithms", Amsterdão, Elsevier Academic Press, 2020

[231] YEUNG, Karen, "Algorithmic Regulation: A Critical Regulation", TLI Think! Paper 62/2017, Londres, King's College London Law School, 2017

jurídica europeia. Em particular no que concerne à sua aplicação ao setor em análise, é particularmente relevante salientar a *classificação dos sistemas de IA de risco elevado* (*Artigo 6º*) que, nomeadamente, abrange os sistemas utilizados para a avaliação de solvabilidade e crédito (*Anexo III, nº5, alínea b*). Ao estabelecer requisitos rigorosos (de transparência, pelo *Artigo 13º*, e de supervisão humana, pelo *Artigo 14º*, entre outros), este *Regulamento* origina implicações substanciais no que concerne aos procedimentos das *agências de notação financeira* que já recorrem à *Inteligência Artificial* para os seus processos de *scoring* automático - como salienta *Gonçalves*[232], os sistemas algorítmicos aplicados ao *scoring* de crédito colocam pressão adicional sobre o *Direito da Regulação europeu*, no sentido em que promovem a desmaterialização das categorias jurídicas clássicas – a causalidade, a imputabilidade e a transparência – e, consequentemente, levando a uma inevitável reconceptualização dos instrumentos normativos disponíveis e o desenvolvimento de mecanismos regulatórios mais adaptativos e tecnicamente sustentados.

É possível concluir, assim, que a aplicação da *Inteligência Artificial* às atividades das *agências de notação financeira* representa uma mutação regulatória, epistemológica ou, até, ética profunda; não corresponde à mera adoção de uma nova ferramenta tecnológica, mas antes à transformação do modo como o risco é mensurado, compreendido e juridicamente abordado. Como consequência de uma hipotética desconsideração do caráter fundacional da *Inteligência Artificial* pela regulação resultaria um risco acrescido da sua inocuidade ou, até, de legitimação dos processos de decisão automatizados que, pelo agravamento das desigualdades, fragilizam de modo profundo a transparência e levam à concentração do poder decisório num mecanismo opaco.

[232] GONÇALVES, Vinicius Aquini, "Os Impactos Jurídicos da Utilização da Inteligência Artificial: Avaliação de Risco de Crédito, Consultoria Robótica e Negociações Algorítmicas", Coimbra, Universidade de Coimbra, 2024

IV.a.ii. O Crescimento da Big Data

A expansão da *Big Data* no setor financeiro representa não apenas um avanço tecnológico, mas uma alteração profunda na própria conceptualização do risco, assim como na sua monitorização e tradução em decisão financeira. Se, por um lado, é possível uma análise mais granular e aparentemente mais objetiva pela capacidade de processar volumes elevados de dados, por outro lado, salientam-se desafios fundamentais quanto à legitimidade epistemológica, à equidade sistémica e à governabilidade jurídica destes novos métodos de agregação de informação. No contexto das *agências de notação financeira*, a integração de *Big Data* nas metodologias de avaliação de risco ainda se encontra numa fase embrionária, apesar de serem cada vez mais evidentes os sinais de convergência com os modelos de *scoring* algorítmico. Como salienta *Rosenblatt*[233], os sistemas de avaliação de risco têm vindo a incorporar, nas suas metodologias, variáveis não financeiras – nomeadamente, através de padrões de consumo, comportamentos digitais e dados sociodemográficos – com o objetivo primordial de um enriquecimento dos perfis de risco. Esta tendência, apesar de demonstrativa dos avanços tecnológicos hoje disponíveis, pode conduzir a fenómenos de "*dataficação"* do crédito enviesadas num prisma estrutural, assentando em correlações opacas e não-auditáveis. A problematização reside, portanto, na própria natureza dos dados utilizados e na sua relevância para a classificação do risco de crédito. O recurso a *proxy data* – isto é, a variáveis indiretas que inferem características pessoais ou empresariais – salienta sérias questões no que concerne à *ética da inferência*, especialmente quando aplicada a decisões com impacto económico profundo. Como é argumentado por *Pasquale*[234], estas práticas tendem a desempenhar um efeito transformador da avaliação do risco, pela sua transformação num processo de classificação social automatizada no qual indivíduos e entidades são enquadrados em categorias estatísticas, sem a existência de possibilidade para a contestação ou explicação. Este problema é reforçadamente agravado pela mobilização da *big data* sem a presença de regulação específica – ainda que o *RGPD*[235] *europeu* imponha limites ao tratamento automatizado de dados pessoais, permanece ainda margem

[233] ROSENBLATT, Eric, "Credit Data and Scoring – The First Triumph of Big Data and Big Algorithms", Amsterdão, Elsevier Academic Press, 2020
[234] PASQUALE, Frank, "The Black Box Society: The Secret Algorithms that Control Money and Information", Cambridge, Harvard University Press, 2015
[235] Acrónimo para *Regulamento Geral de Proteção de Dados*

considerável para a utilização de dados apenas parcialmente anonimizados, de difícil rastreio ou, até, provenientes de fontes terceiras opacas. No contexto do setor da *notação financeira*, o recurso a estes métodos leva a que decisões com impacto jurídico e económico possam ser assumidas com base em dados cujas origens e, consequentemente, grau de fiabilidade não são verificados ou verificáveis.

Do ponto de vista institucional, os relatórios da *IOSCO*[236] e da *Comissão Europeia*[237] reconhecem a necessidade de promover a regulação quanto aos fluxos e utilização de dados no setor financeiro, mas sem quaisquer propostas concretas para o setor; este vazio normativo permite consequentemente que as *agências de notação financeira* possam incorporar *big data* nas suas metodologias sem que, para este efeito, não se encontrem sujeitos a supervisão específica ou a qualquer obrigação de transparência quanto às variáveis utilizadas. Além disto, o crescimento da *big data* contribuiu para uma *concentração informacional* que agrava as assimetrias entre as grandes agências globais e eventuais concorrentes locais ou emergentes; como salientam *Watcher et al.*[238], a informação assume-se como uma expressão de poder que, assim, leva a uma vantagem estratégica desproporcional para os detentores do controlo das infraestruturas de coleta, armazenamento e processamento de dados, o que estabelece condições para uma acentuação ainda mais profunda da situação *oligopolística* do setor da *notação financeira*. Também a crescente dependência dos diversos reguladores relativamente às mesmas fontes e ferramentas de análise que as entidades reguladas utilizam gera riscos, no sentido em que a *simetria tecnológica* que se verifica conduz a riscos de captura epistémica – a situação sob a qual os supervisores se veem obrigados a confiar em modelos assentes em *big data* fornecidos pelas próprias agências priva os mesmos de capacidade de escrutínio e de resposta normativa, constituindo assim não uma mera disrupção técnica, mas uma redefinição das relações de poder no ecossistema financeiro como um todo; são, portanto, necessárias mais do que simples adaptações procedimentais – exige-se uma revisão crítica dos fundamentos normativos quanto à avaliação de crédito, quanto à *governance* dos

[236] IOSCO, "The use of artificial intelligence and machine learning by market intermediaries and asset managers – Final Report", Madrid, IOSCO, 2021

[237] SIMONS, Wouter, et al., "Artificial Intelligence: Economic Impact, Opportunities, Challenges and Implications for Policy", European Commission Discussion Paper 210, Bruxelas, Comissão Europeia, 2024

[238] WATCHER, Sandra, et al., "Why a Right to Explanation of Automated Decision-Making does not exist in the General Data Protection Regulation", "International Data Privacy Law", Bolonha, Centre for Digital Ethics, Università di Bologna, 2020

dados e quanto à autonomia regulatória, sendo esta revisão crítica para impedir que aquelas que foram apresentadas como ferramentas de maior sofisticação analítica se traduzam numa nova forma (digitalizada, automatizada e, paradoxalmente, de mais complexa regulação) de opacidade institucional.

IV.b. Respostas do Direito da Regulação às dinâmicas do mercado

O *Direito da Regulação* tem sido exposto, no decorrer da história, por uma realidade financeira em constante mutação – não apenas no que concerne à progressiva sofisticação dos instrumentos financeiros e à globalização dos mercados, mas também no que respeita à capacidade de reinvenção estratégica dos próprios atores regulados. Aplicando-se estas observações ao caso das *agências de notação financeira*, este desafio revela-se ainda mais agudo pelo facto de que estas correspondem a instituições privadas que, ainda assim, exercem uma função pública essencial, afetando diretamente a estabilidade macroeconómica, a segurança jurídica e, ainda, o acesso ao financiamento. A resposta do *Direito* a estas dinâmicas do mercado tem oscilado, numa perspetiva histórica, entre a reação a crises já deflagradas (nomeadamente, a *crise financeira de 2007-2008*) e sucessivas tentativas de adaptação normativa (de natureza mais estrutural) às novas realidades tecnológicas e concorrenciais, tendo a instabilidade revelada pelas sucessivas crises económicas tornado evidente que o modelo de regulação até então vigente (fortemente assente em princípios de autorregulação e confiança reputacional) se encontrava desalinhado com a complexidade real dos mercados financeiros contemporâneos. A esta disfunção foi dada uma resposta jurídica que, em grande medida, se constituía como reativa e com particular foco na contenção institucional (em contraposição a uma reconfiguração estrutural do setor). Como salienta *Cash*[239], ainda que leis como *Dodd-Frank* ou os regulamentos *(CE)1060/2009* e *(EU)462/2013* tenham ampliado o escrutínio regulatório e, ainda, reforçado os poderes sancionatórios das autoridades de supervisão, verificou-se a falha destas medidas, em diversas circunstâncias, na ultrapassagem dos constrangimentos fundamentais de poder, dependência e captura do setor da *notação financeira*. Num plano mais profundo, a regulação das *agências de notação financeira* enfrenta, na atualidade, dois vetores simultâneos de disrupção – por um lado, pela emergência de novas lógicas de mercado (vg. através de instrumentos financeiros híbridos, mercados não-regulamentados e plataformas algorítmicas isentas dos critérios clássicos de risco) e, por outro lado, pela evolução tecnológica acelerada que, assim, coloca em causa os próprios fundamentos epistemológicos da *notação financeira* (como evidenciado pelas questões relacionadas

[239] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

com a *Inteligência Artificial* e *Big Data*, analisadas previamente). Neste sentido, tem-se que a conjugação destes vetores revela uma erosão das premissas tradicionais da regulação financeira – como a previsibilidade, a rastreabilidade e a imputabilidade jurídica – sendo, consequentemente, exigida uma revisão profunda não apenas ao nível dos mecanismos formais de supervisão, mas ainda ao nível dos próprios modelos normativos e conceptuais que sustentam o modelo. Como salienta *Yeung*[240], a regulação contemporânea não se limita ao controlo dos intervenientes, devendo ainda enfrentar formas de normatividade emergente e dispersa produzidas por arquiteturas técnicas e infraestruturas algorítmicas invisíveis à dogmática jurídica clássica. O *Direito da Regulação* deve, portanto, representar uma função não apenas como mecanismo de resposta a falhas de mercado ou a desajustes pontuais, mas como uma ferramenta que, detendo um caráter de natureza crítica, seja capaz de uma intervenção nas estruturas de poder que moldam a produção e circulação do risco no capitalismo contemporâneo.

Neste sentido, impõe-se reconhecer que o *Direito da Regulação* não pode limitar-se a um papel reativo face às falhas do mercado após a sua ocorrência; por outro lado, também não deverá este assumir um papel meramente técnico ou procedimental. As *agências de notação financeira*, enquanto pontos de conexão crítica na intermediação entre o risco e o poder, levam à exigência de um novo enquadramento jurídico que supera a atualização de padrões ou a multiplicação de entidades supervisoras – o desafio contemporâneo reside, assim, num restauro da capacidade normativa do *Direito* como etapa crítica, devendo este ser capaz de intervir nas condições materiais da produção do risco, da redistribuição de capacidades informacionais e de contrariar assimetrias que, não se configuram meramente como económicas mas, ainda, como epistemológicas. A transformação tecnológica em curso (marcada, nomeadamente, pela automação de processos, pela opacidade algorítmica e pela circulação global de dados e informação) exige, consequentemente, uma abordagem regulatória que seja crítica, adaptável e consciente das novas formas de influência e assimetria. O objetivo não deve, assim, ser apenas o da garantia da conformidade, mas, acima de tudo, o de assegurar que os princípios fundamentais do sistema jurídico (como a transparência, a responsabilidade ou a justiça) continuem salvaguardados num contexto de rápida mutação tecnológica. O

[240] YEUNG, Karen, "Algorithmic Regulation: A Critical Regulation", TLI Think! Paper 62/2017, Londres, King's College London Law School, 2017

reforço do papel do *Direito* enquanto instrumento de equilíbrio institucional é, acima de uma necessidade jurídica, uma exigência democrática.

IV.b.i A extraterritorialidade do Direito no setor da notação financeira

A globalização dos mercados financeiros e a transnacionalização das operações das *agências de notação financeira* colocam desafios profundos ao modelo clássico de regulação, assente predominantemente na soberania territorial dos Estados. No setor da notação financeira, essa tensão manifesta-se de forma particularmente preocupante: atuando estas agências no panorama global, respondem a regimes jurídicos múltiplos que, sendo frequentemente concorrentes entre si (e projetando-se além das suas fronteiras formais), atribuem consequentemente à questão da extraterritorialidade do Direito uma centralidade incontornável. A regulação europeia do setor fornece-nos um exemplo paradigmático de projeção normativa extraterritorial, no sentido em que o próprio *Regulamento (CE)1060/2009* (ao lado da sua posterior revisão, através do *Regulamento (EU)462/2013*) institui um regime de *equivalência regulatória,* impedindo a utilização, no espaço europeu, de *ratings* emitidos por agências de países terceiros (salvo nos casos em que é reconhecida a sua operação sob um sistema normativo análogo ao da *União Europeia*); esta condição de equivalência traduz-se, na prática, num exercício de extraterritorialidade indireta, uma vez que é imposta (de forma não vinculativa, mas condicional) a adaptação das regras e práticas das agências estrangeiras ao modelo europeu. Ainda no âmbito da regulação *europeia*, também o *Regulamento (UE) 2024/1689* origina implicações no que concerne à aplicabilidade extraterritorial das suas disposições, uma vez que estende o regime relativo à utilização a *Inteligência Artificial* às *agências de notação financeira* que atuem, ainda que não estando aí sediadas, na *União Europeia* (*Artigo 2º, nº1*). Como é referido por *Cash*[241], este exercício corresponde a uma forma institucionalizada de "*exportação regulatória"*, sob a qual a *UE*, não recorrendo a mecanismos de natureza coerciva, estabelece os parâmetros de legitimidade normativa aplicáveis para lá das suas fronteiras sob pena de exclusão económica do seu mercado interno. A decisão quanto à equivalência de uma jurisdição face à *europeia* é tomada pela *Comissão Europeia* (mediante parecer técnico da *ESMA*), correspondendo tal avaliação não apenas a uma natureza jurídica mas, ainda, geopolítica; reflete-se então, por este modelo, uma visão de soberania regulatória proativa, encerrando riscos de fragmentação

[241] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

normativa e de conflitos institucionais. Como é sublinhado por *Lieven*[242], a imposição de padrões regulatórios externos, mesmo sob uma fachada de equivalência técnica, pode ser interpretada como interferência normativa (sobretudo por jurisdições com tradições regulatórias distintas, como é o caso dos *Estados Unidos da América* ou da *República Popular da China*). Esta tensão manifesta-se, por exemplo, na ausência de reciprocidade entre a *SEC* e a *ESMA* no reconhecimento de *ratings* emitidos em cada uma das jurisdições que, revela assim, uma assimetria jurídica e institucional que afeta diretamente a concorrência internacional entre agências. Por sua vez, a *República Popular da China* adota um modelo oposto de extraterritorialidade, assente em princípios de contenção e de controlo interno. Como é demonstrado por *Bian*[243] e pelos dados constantes nos relatórios oficiais chineses, o acesso de *agências de notação financeira* estrangeiras ao mercado doméstico *chinês* é altamente condicionado, estando este condicionado por via de requisitos de licenciamento, parcerias com entidades locais e pela adesão a padrões definidos pelo Estado. Trata-se, assim, de um mecanismo de *"blindagem institucional"*, visando não apenas a proteção da estabilidade interna, mas também um combate à influência normativa *ocidental* sobre o sistema financeiro chinês. O *modelo europeu* (centrado na equivalência) e o *modelo chinês* (centrado na contenção) representam dois polos distintos de abordagem à questão da jurisdição e da soberania na regulação do risco, ainda que ambos tenham como alicerce a constatação de que os *ratings* financeiros constituem, simultaneamente, um instrumento económico e uma tecnologia de poder normativo (cuja disseminação e legitimação originam implicações macroeconómicas, jurídicas e políticas significativas). *Pagliari*[244] identifica que está aqui em causa não a mera eficácia técnica da regulação, mas a própria capacidade de certos ordenamentos jurídicos se posicionarem como normativamente dominantes num espaço financeiro transnacional descentralizado.

A nível jurídico, esta realidade implica uma erosão das fronteiras rígidas entre o *direito interno* e o *direito internacional*, sendo a normatividade aqui exercida por meio de *soft*

---

[242] LIEVEN, Petra "Rating agencies and the Fallout of the 2007-2008 financial crisis", Frankfurt am Main, Peter Lang, 2016

[243] BIAN, Jing, "Regulating the Chinese Credit Rating Agencies: Progress and Challenges", "Journal of Money Laundering Control", Volume 18, 1ª Edição, Bradford, Emerald Group Publishing, 2015

[244] PAGLIARI, Stefano, "Making Good Financial Regulation – Towards a Policy Response to Regulatory Capture", International Centre for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House Publishing, 2012

law, mecanismos de reconhecimento, acordos administrativos e standards técnicos muitas vezes para além do alcance da estrutura normativa clássica, assente sobretudo em tratados formais e autoridade estatal. A *ESMA*, por exemplo, emite *guidelines* e pareceres que exercem uma influência direta na atividade de entidades sediadas fora da *União Europeia*, sem que estejam estas formalmente sob a sua jurisdição – verifica-se, portanto, um fenómeno definido como *governance* transgovernamental assimétrica. Para além desta questão, o recurso a cláusulas de cooperação internacional[245] tem sido limitado por questões de natureza prática, entre as quais a resistência de certos Estados na partilha de informação com autoridades estrangeiras ou, ainda, pela inexistência de acordos bilaterais eficazes. A consequência destas limitações verifica-se com a preservação de *"zonas cinzentas"* no panorama regulatório, circulando os *ratings* sem controlo equivalente e, assim, enfraquecendo os esforços de harmonização e prejudicando a confiança no sistema como um todo. A extraterritorialidade no setor da *notação financeira* torna-se, consequentemente, num paradigma de disputa normativa, onde não é exclusivamente considerada a supervisão técnica do setor mas, ainda, a afirmação de modelos jurídicos concorrentes de regulação do risco e da confiança nos mercados globais. Face a estas questões, o desafio contemporâneo não se cinge ao fortalecimento da cooperação entre jurisdições mas, ainda, por um esforço no sentido de reavaliar as categorias jurídicas que sustentam a soberania normativa numa era de mercados globalmente interconectados e institucionalmente fragmentados.

Esta realidade vem revelar que o verdadeiro desafio regulatório não reside apenas na harmonização técnica de regimes jurídicos distintos mas, pelo contrário, na afirmação de um novo equilíbrio normativo num contexto de ecossistema global progressivamente mais assimétrico e fragmentado. A *extraterritorialidade*, longe de corresponder a um mero fenómeno jurídico colateral da globalização, constitui-se hoje como uma questão fundamental em matérias de controlo simbólico e prático do sistema financeiro internacional; neste sentido, é exigido mais do *Direito* do que uma mera adaptação – este deverá ser apto de disputar espaços de autoridade, de construir pontes sem que seja abdicada a sua função nuclear e, ainda, de garantir que os critérios de legitimidade não sejam diluídos pelo "jogo de forças" entre potências regulatórias que, por diversos fatores de natureza económica e geopolítica, permanecem desiguais; ignorar esta dimensão corresponderia a uma abdicação do potencial transformador do *Direito da Regulação*

[245] Nomeadamente, pelos *Artigo 27* e *Artigo 28* do Regulamento (CE) n.º 1060/2009

enquanto instrumento de reequilíbrio institucional, assim como da afirmação democrática num espaço global em mutação.

IV.c Perspetivas relativas à futura reforma regulatória do setor

A discussão sobre uma eventual futura reforma do setor da *notação financeira* não pode ser reduzida à simples atualização de quadros legais, ou até ao reforço pontual da supervisão. O que está em causa, aqui, é a redefinição do papel estrutural das *agências de notação de risco* no ecossistema financeiro global (à luz das fragilidades reveladas pelas crises económicas do *Século XXI*), das limitações regulatórias já diagnosticadas, e das disrupções tecnológicas e epistemológicas que constituem uma ameaça aos próprios fundamentos do modelo atual. Como foi salientado por *Levich*[246], a reforma do setor só deterá a necessária eficácia se esta se constituir como capaz de romper com a captura sistémica e com a dependência normativa dos reguladores em relação às agências que, continuando a operar tendo por base um modelo de negócio orientado para o lucro, exercem funções com nítidos efeitos de natureza pública e sistémica. A persistência do modelo *issuer-pays*, a *concentração oligopolística*, o baixo grau de concorrência real e a resistência à conformidade com padrões de transparência metodológica apontam para uma necessidade urgente de repensar não apenas a regulação de um ponto de vista técnico, mas, ainda, de uma nova ponderação quanto à arquitetura institucional do setor.

No sentido esta reforma, têm sido discutidas um conjunto de propostas com vista à reforma estrutural do setor. Em primeiro lugar, tem sida apontada, por vários autores e documentos institucionais, a possibilidade da criação de uma *agência de notação financeira pública* (de vocação internacional ou europeia), capaz de oferecer avaliações de risco alternativas às das *três grandes agências de notação financeira privadas*. Como é proposto por *Schoreder*[247], tal entidade poderia funcionar sob princípios de direito público, com financiamento multilateral e supervisão institucional de matriz independente, mitigando os conflitos de interesse atualmente inerentes ao setor; não obstante, a viabilidade desta proposta enfrenta diversos obstáculos, nomeadamente no que concerne à dificuldade à garantia de independência efetiva face a pressões políticas, até à resistência de investidores e dos mercados na aceitação de classificações que não resultem de atores de reputação estabelecida no mercado. Além disto, como é salientado

[246] LEVICH, Richard M., et al., "Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System", Nova Iorque, Springer Science+Business Media, 2002

[247] SCHROEDER, Susan, "A Template for a Public Credit Rating Agency", "Journal of Economic Issues", Volume 47, 2ª Edição, Londres, Routledge, 2013

por *White*, o mercado tende a penalizar *ratings* considerados *benevolentes* por enviesamento político (ainda que tecnicamente sustentados), o que coloca consequentemente em causa a eficácia de uma entidade pública caso esta não disponha de uma perceção pública de rigor técnico e neutralidade. Outra proposta para a reforma do setor consiste na reforma do modelo remuneratório das *agências de notação financeira*, substituindo-se (ou complementando-se) o modelo *issuer-pays* com mecanismos que envolvam a contribuição de investidores, entidades multilaterais ou fundos rotativos de financiamento. Estas propostas procuram romper com o conflito estrutural de interesse, mas carecem ainda de uma consensualização prática e de um desenho institucional funcional; como observa *Partnoy*[248], qualquer alteração neste modelo implica transformações profundas nas cadeias de valor do setor financeiro, o que exige a coordenação entre reguladores, emissores, investidores e legisladores (algo que, até ao momento, tem demonstrado profundas dificuldades políticas na implementação). É ainda, num horizonte menos distante, um dos vetores mais prováveis da reforma o reforço da supervisão sobre os modelos algoritmos utilizados pelas agências, sobretudo num contexto da crescente integração da *Inteligência Artificial* e da *Big Data* nas metodologias de notação. Como já demonstrado anteriormente, esta evolução tecnológica constitui uma ameaça à acentuação das opacidades que, assim, dificultam a imputação de responsabilidade jurídica, levando à necessidade de implementar novos instrumentos de auditoria, *governance* e rastreio algorítmico (tal como antecipado por organismos como a *IOSCO* e *ESMA*), podendo ser exigidas reformas legais específicas com vista ao reconhecimento formal do impacto das decisões automatizadas no setor financeiro, estabelecendo obrigações de explicabilidade, reversibilidade e proporcionalidade metodológica. Por fim, dada a natureza transfronteiriça da atividade das agências, qualquer reforma profunda dependerá da existência de mecanismos de coordenação internacional robustos; a atual fragmentação regulatória (entre os modelos *europeu* de equivalência, *norte-americano* de autorregulação e *chinês* de protecionismo regulatório) dificulta a criação de padrões globais, ainda que autores como *Cash*[249] identifiquem o crescimento das pressões no sentido da criação de uma "linguagem" regulatória comum

[248] PARTNOY, Frank, "Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis", "Legal Studies Research Paper Series Nº09-015 (Julho de 2009)", San Diego, University of San Diego School of Law, 2009

[249] CASH, Daniel, "Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services", 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

(não apenas por motivos de estabilidade sistémica mas, ainda, para evitar arbitragens regulatórias e. assim, procurar garantir um teto mínimo para a previsibilidade aos mercados); assim, a criação de um *regime global de responsabilidade*, no qual estejam envolvidas entidades como a *IOSCO*, o *FSB* ou, até, o *G20*, poderá vir a constituir a estrutura nuclear da próxima fase de reforma, ainda que tal careça de uma inevitável vontade política real. Com estas propostas, conclui-se que a reforma do setor da *notação financeira* continua a corresponder a um processo que, ainda aberto, é marcado por avanços graduais, resistência estrutural e ambiguidades institucionais, residindo o desafio da reforma não na mera criação normativa, mas na redefinição da própria função das agências num sistema financeira progressivamente mais automatizado, fragmentado e geopoliticamente sensível; assim, mais do que nunca, é necessária uma transformação de paradigma – exige-se que o *Direito da Regulação* abandone o seu papel como mero instrumento de contenção pós-crise, sendo necessário que este se assuma como uma ferramenta transformadora de reequilíbrio institucional, de transparência epistémica e de justiça sistémica.

V. Conclusão

A análise desenvolvida ao longo desta dissertação permitiu evidenciar, com profundidade analítica e pluralidade metodológica, os diversos graus de complexidade caracterizantes do setor de *notação financeira*. Longe de este se tratar de um problema técnico meramente circunscrito à qualidade dos *ratings* ou à eficácia pontual dos reguladores, aquilo que fora revelado consiste num ecossistema intrinsecamente assimétrico, assente sobretudo em estruturas de poder normativo que se configuram como um profundo desafio aos modelos tradicionais de transparência, supervisão e responsabilização; neste sentido, qualquer reforma que tenha a pretensão de se configurar como algo mais do que uma resposta reativa (ou, até, como um mero "remendo institucional") carece de uma análise compreensiva e holística das disfuncionalidade do setor – não se configurando, assim, como meras falhas isoladas, mas como um leque de sintomas estruturais de um modelo cuja arquitetura se encontra, ela mesma, em profunda crise.

As *agências de notação financeira* ocupam uma posição de inegável centralidade nos ecossistemas financeiros contemporâneos – fazem-no, porém, a partir de uma ambiguidade funcional e institucional que desafia os tradicionais modelos de regulação; na sua essência, são portanto entidades privadas com fins lucrativos (e remuneradas por clientes emissores de dívida) que, contudo, exercem um papel que afeta de forma direta o interesse público através de implicações profundas na estabilidade económica, no custo de financiamento soberano e no comportamento agregado dos investidores. Esta ambivalência que se observa coloca, consequentemente, as *agências* numa zona cinzenta entre o mercado e a função pública, traduzindo-se numa dissonância entre a responsabilidade e o poder – se, por um lado, são dotadas de uma autoridade simbólica e normativa que as posiciona num patamar análogo ao de reguladores estatais, por outro lado continuam estas a operar sob lógicas de mercado que privilegiam a rentabilidade e a competitividade; esta configuração híbrida (de autoridade informal mas, no entanto, com efeitos materiais) constitui um profundo obstáculo à responsabilização jurídica, reduz a eficácia dos tradicionais mecanismos de supervisão e, ainda, impede que seja exigida das agências o cumprimento de deveres de diligência, transparência e imparcialidade normalmente associados às instituições de caráter público. Neste sentido, a própria natureza das *agências* configura-se como um obstáculo estrutural à criação de um modelo

regulatório coerente, exigindo-se assim que a sua ambiguidade seja reconhecida como ponto de partida para qualquer reforma normativa substancial.

Ainda que a *crise financeira de 2007-2008* (e a subsequente *crise da dívida soberana europeia*) tenha provocado uma resposta regulatória sem precedentes históricos, a análise crítica da legislação posteriormente implementada demonstra o modo como grande parte destas reformas ficaram aquém de uma transformação estrutural do setor; Leis como a *Dodd-Frank*, nos *Estados Unidos da América*, ou os *Regulamentos (CE)1060/2009* e *(EU)462/2013*, na *União Europeia*, configuraram-se indiscutivelmente como pontos de inflexão no plano institucional; não obstante, o seu impacto revelou-se limitado face à persistência de dinâmicas profundas – a manutenção do modelo remuneratório *issuer-pays*, a concentração de mercado em torno das *três irmãs* e a dependência normativa dos reguladores em relação às próprias *agências* reguladas. Esta lógica de reforma, marcada por um formalismo técnico e pela multiplicação de deveres processuais, não se constituiu como suficiente na alteração substancial das estruturas de poder que moldam o setor; a criação de novos organismos e a imposição de requisitos de transparência, ainda que relevantes, falhou em romper com o *ethos* reputacional e *autorregulador* característico do funcionamento destas *agências*, sendo amplamente identificada por diversos autores a natureza destes esforços – meramente reconstrutiva da legitimidade institucional do sistema, não procedendo à promoção, portanto, de uma verdadeira redistribuição de responsabilidades, capacidades analíticas ou poder informativo; a reforma operou, assim, como uma mera reação defensiva do próprio sistema, e não como movimento de reconfiguração das suas linhas orientadoras. Como consequência, as disfunções denunciadas no período *pré-crise* continuam latentes, permanecendo assim o setor altamente vulnerável aos mesmos riscos que, em circunstâncias passadas, provocaram graves desequilíbrios com impactos de alcance global.

Apesar da relevância sistémica das *agências de notação financeira*, o regime jurídico que lhes é aplicável continua a permitir uma perigosa dissociação entre o impacto e a responsabilidade – a doutrina da *"mera opinião"*, amplamente aceite em jurisdições como a *norte-americana*, protege as *agências de notação financeira* de sanções legais nas circunstâncias nas quais os *ratings* atribuídos se revelem manifestamente incorretos, enviesados ou, até, quando estes sejam comprovadamente emitidos sob conflitos de interesse; esta imunidade institucionalizada do setor estabelece condições para uma cultura de impunidade, na qual as *agências* continuam a exercer influência determinante

nos mercados sem que, sobre elas, recaia um verdadeiro escrutínio jurídico proporcional ao poder detido. O problema da responsabilização não se limita, no entanto, à esfera judicial – a ausência de mecanismos eficazes de *responsabilidade* (sejam eles contratuais, reputacionais ou administrativos) permite que falhas graves nos *ratings* não sejam objeto de quaisquer sanções, ou, até, à mera alteração dos processos internos das agências; as reformas legislativas implementadas após a *crise financeira de 2007-2008*, como as disposições dos regulamentos europeus ou da *Lei Dodd-Frank*, foram, em muitos casos, absorvidas pelas próprias agências como meros requisitos de conformidade burocrática, internalizados sem que para tal se tenha verificado um impacto substancial sobre as linhas orientadoras operacionais. Neste contexto, a responsabilização torna-se num conceito praticamente esvaziado de conteúdo – ainda que formalmente presente nos diversos diplomas normativos, verifica-se uma profunda ausência no âmbito da aplicação prática; a assimetria entre a função pública desempenhada pelas *agências* e a sua natureza privada exige, portanto, uma reconfiguração da moldura jurídica que transcenda o mero simbolismo normativo, implicando esta reconfiguração o reconhecimento de que o exercício da atividade da notação de risco não é neutro mas, sim, performativo – influencia decisões, induz comportamentos e, por consequência, carece de um acompanhamento proporcional ao seu impacto. Sem uma responsabilização estruturada, o setor continuará a operar à margem de um regime verdadeiro de justiça institucional.

A análise do panorama regulatório global revela, ainda, uma crescente fragmentação entre diferentes modelos jurídicos que, procurando reger o setor da *notação financeira*, leva à emergência de tensões normativas de difícil reconciliação – as principais jurisdições (a *União Europeia*, os *Estados Unidos da América* e a *República Popular da China*) adotam abordagens substancialmente distintas, refletindo não apenas preferências técnicas, mas sobretudo visões concorrentes quanto à soberania regulatória, ao poder económico e à autoridade normativa. Na *União Europeia*, o modelo assenta numa lógica de *extraterritorialidade* regulada por via de mecanismos de equivalência, sob os quais é condicionado o reconhecimento de *ratings* de *agências* de países terceiros ao cumprimento de normas alinhadas com o *Direito Europeu*; esta estratégia visa, simultaneamente, a proteção do mercado interno e a projeção de poder (sob a forma de *soft power* normativo), tendo sido, não obstante, criticada no sentido de gerar conflitos diplomáticos e assimetrias institucionais, sobretudo no que concerne aos *Estados Unidos* (que adotam uma regulação de pendor tendencialmente liberal); por sua vez, o *modelo*

chinês recorre a um regime de contenção normativa, sob o qual o acesso ao mercado local é altamente restringido pelo Estado, revelando uma estratégia de blindagem institucional e de resistência à influência normativa ocidental. Estas três abordagens, no fundo, espelham uma disputa ampla sobre a posse do poder na definição de padrões globais de *notação financeira* – mais do que uma simples questão de eficácia técnica, está aqui em causa a capacidade de determinados ordenamentos jurídicos se afirmarem como referenciais dominantes num espaço financeiro que, sendo global, é também altamente descentralizado; esta tensão traduz-se tanto sob a forma de dificuldades na cooperação *interjurisdicional*, quanto na existência de *zonas cinzentas* normativas (nas quais, não circulando os *ratings* com supervisão equivalente, levam a que os objetivos de harmonização, previsibilidade e proteção do investidor sejam comprometidos). Neste sentido, torna-se evidente que a reforma do setor da *notação financeira* não deve ser entendido exclusivamente dentro das fronteiras nacionais, impondo-se uma reavaliação das categorias jurídicas clássicas da soberania e da jurisdição e, assim, substituindo-se uma lógica puramente defensiva por um modelo de *governance* global assente em padrões comuns, mecanismos de reconhecimento mútuo e de responsabilidade partilhada; a construção deste novo paradigma normativo global é, não obstante, um processo politicamente sensível e juridicamente complexo, que de todo o modo se qualifica como absolutamente imprescindível para combater a perpetuação de assimetrias antagónicas à confiança sistémica nos mercados internacionais.

À medida que o setor da *notação financeira* se torna mais complexo, automatizado e interdependente com outras esferas do sistema financeiro global, o *Direito da Regulação* vê-se confrontado com a exigência de transcender o seu papel tradicional de mera reação às falhas de mercado detetadas; o modelo regulatório baseado na intervenção reativa e na manutenção da ordem institucional vigente tem-se revelado, ao longo dos anos, como insuficiente para dar resposta aos desafios contemporâneos (de natureza tanto tecnológica quanto epistémica ou, até, geopolítica). A atuação das *agências de notação financeira* expõe, de um modo paradigmático, os limites do modelo jurídico tradicional – entidades privadas exercem uma função com efeitos públicos diretos, sem que se verifique a existência de um mecanismo proporcional de responsabilização, de escrutínio metodológico ou de controlo democrático; a evolução recente do setor vem demonstrar a insuficiência da mera regulação dos *ratings* ou dos comportamentos formais do setor, sendo agora necessária uma intervenção na estrutura de incentivos, nas lógicas de poder

e nas condições materiais que sustentam a sua influência. Neste sentido, torna-se imperativo que o *Direito da Regulação* se assuma como um instrumento de transformação institucional (e não apenas como um mero mecanismo de contenção), devendo a regulação ser capaz de interrogar as bases em que assentam o funcionamento do mercado, a redistribuição das capacidades informacionais e um combate aos riscos de *captura* por parte de atores que moldam os parâmetros de risco e valor com base em critérios profundamente opacos; esta transformação urge, portanto, à amplificação do âmbito para lá da mera produção de regras, operando-se criticamente sobre o ecossistema no qual as regras se aplicam. Mais do que uma adaptação à velocidade da inovação, o *Direito* deve recuperar a sua função política e normativa – deve garantir que os princípios de transparência, justiça, responsabilidade e equidade se mantenham operacionais, mesmo face a um ambiente financeiro em permanente mutação; não se trata, portanto, de um acompanhamento constante da mudança, mas antes da construção de um novo equilíbrio entre o poder privado e o interesse público, assim como entre a complexidade técnica e a clareza democrática.

A emergência da *Inteligência Artificial*, da *Big Data* e da automação generalizada de processos não representa, ainda, uma mera evolução técnica no setor da *notação financeira* – corresponde, pelo contrário, a uma profunda rutura com os pressupostos epistemológicos nucleares da *avaliação de risco*; o que era antes concebido como um exercício analítico, interpretativo e fundado na ponderação qualitativa de variáveis económicas, dá agora lugar a uma lógica de natureza estatística, tecnocrática e automatizada, amplificando a opacidade do setor e desafiando de forma clara os mecanismos clássicos de escrutínio, imputabilidade e responsabilidade jurídica – nestas novas circunstâncias, o risco abandona o plano da "leitura" e adere ao plano do "cálculo", tendo os novos algoritmos de avaliação de risco, na sua essência, variáveis muitas vezes invisíveis ou incompreensíveis para o utilizador final. A génese de modelos de *machine learning* e de fontes não-tradicionais de dados (vg. padrões de consumo digital, *geolocalização* ou interações nas redes sociais) não só amplifica a complexidade dos sistemas de notação, como compromete ainda, de modo preocupante, a sua imparcialidade e, até, a capacidade para a sujeição a auditorias. À opacidade técnica acresce a ausência de uma moldura regulatória adaptada, encontrando-se ainda por definir os limites da utilização destes sistemas e o grau de legitimidade das inferências produzidas; este fenómeno, descrito como uma "*governance* algorítimica silenciosa",

leva a uma realidade na qual os sistemas de *rating* assumem um papel na geração da normatividade, sem que tal poder normativo seja juridicamente controlado ou formalmente reconhecido. Neste sentido, a revolução tecnológica exige não apenas atualizações de caráter simbólico à regulação vigente mas, antes, uma reformulação profunda do modo como é compreendido o papel das *agências de notação financeira* no ecossistema financeiro; a preservação dos princípios estruturantes da regulação (nomeadamente, a transparência, a rastreabilidade e a justiça) torna-se imperativa num momento em que os próprios critérios quanto à decisão abandonam o campo de compreensão humana. A tecnologia, deste modo, quando não regulada a partir de um paradigma crítica, configura-se como uma camada adicional de opacidade que, apesar de revestida de uma aparente objetividade, se revela como uma produtora de desigualdades sistemáticas e de assimetrias incontroláveis.

Por fim, e apesar da intensificação do escrutínio regulatório após as crises financeiras do *Século XXI*, o setor da *notação financeira* permanece marcado por ambiguidades institucionais e por uma resistência estrutural a mudanças profundas; a identificação das falhas do modelo vigente (como o conflito de interesses associado ao modelo *issuer-pays*, a concentração de mercado nas *três irmãs* ou a opacidade metodológica) têm levado à criação de um conjunto de propostas que, contudo, permanecem num estado de bloqueio político ou latência – entre estas propostas destaca-se a criação de uma *agência de notação financeira pública*, com vocação multilateral e regida por princípios de direito público; ainda que esta medida tenha por promessa a mitigação dos desequilíbrios inerentes à lógica do lucro, levanta também questões complexas relativas à independência efetiva e, ainda, à sua aceitação por parte dos mercados; em paralelo, outras propostas incidem sobre a reforma do modelo de financiamento das agências, com o objetivo de superar o desequilíbrio estrutural entre emissores e investidores – no entanto, qualquer mudança neste domínio implicaria uma reorganização profunda das cadeias de valor e das relações institucionais do setor, o que exigiria uma articulação político-jurídica que, até à data, se configura como inexistente. Neste quadro, importa reconhecer que o bloqueio da maioria das propostas de reforma não decorre exclusivamente de dificuldades técnicas ou operacionais mas, antes, da ausência de uma vontade política concertada na reestruturação de um setor cuja lógica beneficia, estruturalmente, os atores incumbentes; a perpetuação do *status quo* revela que os impasses atuais não resultam da mera inércia legislativa, mas de uma relação de forças assimétrica entre os interesses privados

profundamente enraizada nas dinâmicas de mercado e instrumentos públicos de regulação; qualquer futuro esforço de reforma terá, portanto, de enfrentar resistências políticas, interesses corporativos e limitações geoestratégicas, exigindo uma abordagem multilateral que envolva não apenas governos e reguladores, mas também os investidores, a *academia* e a própria sociedade civil como elementos fulcrais à legitimação e pressão. Em simultâneo, é indispensável encarar a reforma da *notação financeira* como parte de uma agenda mais ampla da democratização da arquitetura financeira global – a criação de alternativas públicas, a diversificação do mercado, a regulação efetiva dos algoritmos e o reforço da literacia financeira dos investidores é representante dos pilares que, não sendo mutuamente exclusivos, deverão ser articulados num novo pacto regulatório; este pacto exige o abandono da ideia de que as *agências de notação financeira* operam num vazio técnico neutro, reconhecendo-se, antes, que as suas classificações moldam a realidade económica, atribuem valor e definem limites de ação. O futuro do setor dependerá, em última instância, da capacidade coletiva de repensar o significado, aos dias de hoje, da avaliação de risco num novo mundo no qual o poder, a informação e o capital circulam à velocidade da luz – e onde, por este mesmo motivo, o *Direito* terá de se adaptar a um esforço legislativo em tempo real.

Enquanto o risco continuar a ser avaliado por estruturas opacas e inatingíveis, a confiança nos mercados constituir-se-á como uma mera promessa frágil. Reformar este setor não se revela, portanto, apenas como uma questão técnica – revela-se, sim, como uma exigência de integridade institucional e de justiça económica num mundo no qual decisões invisíveis moldam os destinos visíveis.

Bibliografia e Referências

ACHARYA, Viral, et al., "Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance", Hoboken, John Wiley and Sons, 2011

AKERLOF, George A, "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", "The Quarterly Journal of Economics, Volume 84, Nº3, Oxford, Oxford University Press, 1970

ALMEIDA, António Pereira de, "Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados - Volume II - Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados", Coimbra, Almedina, 2022

ALMEIDA, Margarida Azevedo de, "Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários", Lisboa, CMVM, 2010

ALTMAN, Edward, et al., "Regulation of Rating Agencies", "Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance", Hoboken, John Wiley and Sons, 2011

ARAÚJO, Fernando, "Introdução à Economia", 3ª Edição, Coimbra, Almedina, 2009

ARNER, Douglas et al., "Credit Rating in China", "Chinese Law and Government", Volume 43, Nº3, Oxfordshire, Taylor & Francis Group, 2010

ATTIG, Najah, et al., "Credit Ratings quality in uncertain times", "Journal of International Financial Markets, Institutions & Money", Volume 75, Amsterdão, Elsevier, 2021

AZEVEDO, Marcello, "As Finanças do Dragão: O sistema financeiro chinês", São Paulo, Editora Dialética, 2024

BAI, Lin, "On Regulating Conflicts of Interest in the Credit Rating Industry", Cincinnatti, University of Cincinnati College of Law Scholarship and Publications, 2010

BAIR, Sheila, "Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself", Nova Iorque, Simon & Schuster, 2013

BANNIER, Christina, et al., “The economic function of credit rating agencies – What does the watchlist tell us?”, “Journal of Banking & Finance”, Volume 34, 12ª Edição, Amsterdão, Elsevier, 2010

BAR-ISAAC, Heski, et al., “Ratings Quality over the Business Cycle”, “Journal of Financial Economics, Volume 108, 1ª Edição, Amsterdão, Elsevier, 2013

BASTOS, Inês Margarida Gonçalves, "Da responsabilidade civil das agências de notação de risco por danos causados a entidades notadas e investidores", Coimbra, Instituto Jurídico da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2020

BENMELECH, Efraim, et al., “The Credit Rating Crisis”, “NBER Macroeconomics Annual, Volume 24, Nº1, Chicago, University of Chicago Press, 2009

BIAN, Jing, “Regulating the Chinese Credit Rating Agencies: Progress and Challenges”, “Journal of Money Laundering Control”, Volume 18, 1ª Edição, Bradford, Emerald Group Publishing, 2015

BOER, Roland, “Socialism with Chinese Characteristics – A Guide for Foreigners”, Singapura, Springer Nature Singapore, 2021

BUITER, Willem, “Central Banks and Financial Crisis”, Cidade do Kansas, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2008

BUSH, Chunping, “The Chinese credit rating industry: Internationalisation, challenges and reforms”, “Journal of Economics and Business 118”, Amsterdão, Elsevier BV, 2022

CALVÃO DA SILVA, João, “Titularização de Créditos – Securitization: No coração da crise financeira global”, 3ª Edição, Coimbra, Almedina, 2013

CÂMARA, Paulo, “Manual de Direito dos Valores Mobiliários”, 4ª Edição, Coimbra, Almedina, 2018

CASH, Daniel, “Regulation and the Credit Rating Agencies: Restraining Ancillary Services”, 1ª Edição, Nova Iorque, Routledge, 2019

CHIU, Iris, “Regulatory Governance of Credit Rating Agencies in the EU: The Perils of Pursuing the Holy Grail of Rating Accuracy”, European Journal of Risk Regulation, Volume 4, 2ª Edição, Cambridge, Cambridge University Press, 2013

CLEMENTS, Ryan, “Regulating Fintech in Canada and the United States: Comparison, Challenges and Opportunities”, School of Public Policy Research Series, Calgary, University of Calgary, 2019

COELHO, Maria Helder Martins, “Contributos para uma Leitura Atual da Teoria da Empresa: A Teoria da Agência”, Porto, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, 1992

CORDEIRO, Menezes, “Direito Bancário”, 5ª Edição, Coimbra, Almedina, 2014

DHAWAN, Raghav et al., “Are Credit Ratings Relevant in China’s Corporate Bond Market”, “The Chinese Economy”, Volume 48, Oxfordshire, Taylor & Francis Group, 2015

FEINTUCK, Mike, “Regulatory Rationales Beyond the Economic: In Search of the Public Interest”, in BALDWIN, Robert, “The Oxford Handbook of Regulation”, Oxford, Oxford University Press, 2012

FERREIRA, João Pateira, et al., “Manual de Regulação e Concorrência”, Coimbra, Almedina, 2024

FRADA, Manuel Carneiro da, “A Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco (rating): ensaio de construção dogmático-crítica”, Coimbra, Almedina, 2018

GARCÍA ALCUBILLA, Raquel, et al., “Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation”, 1ª Edição, Oxford, Oxford University Press, 2012

GONÇALVES, Vinicius Aquini, “Os Impactos Jurídicos da Utilização da Inteligência Artificial: Avaliação de Risco de Crédito, Consultoria Robótica e Negociações Algorítmicas”, Coimbra, Universidade de Coimbra, 2024

HE, Jie, et al., “Are All Ratings Created Equal? The Impact of Issuer Size on the Pricing of Mortgage-Backed Securities”, Cambridge, National Bureau of Economic Research, 2012

HELD, Virginia, “The Public Interest and Individual Interests”, Nova Iorque, Basic Books, 1970

HU, Xiaolu et al.,"Information Asymmetry and Credit Rating: A Quasi-natural Experiment from China", “Journal of Banking & Finance, vol. 106”, 2019

JENSEN, Michael C., et al., “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, “Journal of Financial Economics 3”, Amsterdão, North-Holland Publishing Company, 1976

JONES, Laurance, et al., “Regulating rating agencies: A conservative behavioural change”, “Journal of Financial Stability”, Volume 2022, Amsterdão, Elsevier, 2022

KRUCK, Andreas, “Private Ratings, Public Regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance”, 1ª Edição, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2011

LANGOHR, Herwig, et al., “The Rating Agencies and their Credit Ratings”, Sussex Ocidental, John Wiley & Sons, 2008

LEVICH, Richard M., et al., “Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System”, Nova Iorque, Springer Science+Business Media, 2002

LEVITIN, Adam, “The Politics of Financial Regulation and the Regulation of Financial Politics: A Review Essay”, Cambridge, Harvard Law Review, 2014

LIEVEN, Petra, “Rating agencies and the Fallout of the 2007-2008 financial crisis”, Frankfurt am Main, Peter Lang, 2016

LIVINGSTON, Miles et al., “Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry”, “Journal of Banking and Finance”, Volume 87, Amsterdão, Elsevier BV, 2017

LU, Jerry, et al., “Regulation of the US Credit Rating Industry and Regulatory Data Disclosures”, “Law and Financial Markets Review”, Volume 17, 2ª Edição, Londres, Routledge, 2023

MARTINS, Manuel Sá, “Responsabilidade Civil das Agências de Notação de Risco por Informações Prestadas aos Investidores”, in Cadernos CMVM, nº47, Lisboa, CMVM, 2014

MATEUS, Tiago, “O Novo paradigma da Regulação e Supervisão do Sistema Financeiro na União Europeia – O Caso das Agências de Notação de Risco, Lisboa, AAFDL Editora, 2015

MATHIS, Jérôme, et al., "Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?", "Journal of Monetary Economics", Volume 56, Amsterdão, Elsevier, 2009

MOLONEY, Niamh, "EU Securities and Financial Markets Regulation", 4ª Edição, Oxford, Oxford University Press, 2023

NORRIS, James D., "R G. Dun & Co., 1841-1900 - The Development of Credit Reporting in the Nineteenth Century", Westport, Greenwood Press, 1978

OLEGARIO, Rowena, "Credit Reporting Agencies: A Historical Perspective", "Credit Reporting Systems and the International Economy", Cambridge, The MIT Press, 2003

PAGLIARI, Stefano, "Making Good Financial Regulation – Towards a Policy Response to Regulatory Capture", International Centre for Financial Regulation, Surrey, Grosvenor House Publishing, 2012

PARNES, Dror, et al. "Rating the Credit Rating Agencies", "Applied Economics", Volume 48, 50ª Edição, Londres, Routledge, 2016

PARTNOY, Frank, "Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis", "Legal Studies Research Paper Series Nº09-015 (Julho de 2009)", San Diego, University of San Diego School of Law, 2009

PASQUALE, Frank, "The Black Box Society: The Secret Algorithms that Control Money and Information", Cambridge, Harvard University Press, 2015

PEDRO, Carla, "Quem atirou Portugal para o Lixo? Agências de Rating – O que são, como funcionam", Coimbra, Coimbra: Actual – Grupo Almedina, 2012

PINDYCK, Robert, et al., "Microeconomics", The Pearson series in economics, Londres, Pearson Education, 2013

ROSEIRO, Duarte Contreiras, "As Sociedades de Notação de Risco e o Crime de Manipulação do Mercado", Coimbra, Almedina, 2019

ROSENBLATT, Eric, "Credit Data and Scoring – The First Triumph of Big Data and Big Algorithms", Amsterdão, Elsevier Academic Press, 2020

SANTOS, Delfim Vidal, "As agências de notação de risco e a crise financeira", Lisboa, Chiado Editora, 2015

SANTOS, Hugo Moredo, "A Notação de Risco e os Conflitos de Interesse", "Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira", Coimbra, Almedina, 2010

SARAIVA, Rute, "Direito dos Mercados Financeiros", Lisboa, AAFDL Editora, 2015

SCHROEDER, Susan K., "Public Credit Rating Agencies: Increasing Capital Investment and Lending Stability in Volatile Markets", 1ª Edição, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2015

SINCLAIR, Timothy J., "The New Masters of Capital – American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness", Nova Iorque, Cornell University Press, 2005

SKRETA, Vasikili, et al., "Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation", "NBER Working Paper Series", Cambridge, National Bureau of Economic Research, 2009

SY, Amadou N.R., "The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets", "WP/09/129", "SSRN Electronic Journal", Amsterdão, Elsevier BV, 2009

WATCHER, Sandra, et al., "Why a Right to Explanation of Automated Decision-Making does not exist in the General Data Protection Regulation", "International Data Privacy Law", Bolonha, Centre for Digital Ethics, Università di Bologna, 2020

WHITE, Lawrence, et al., "Regulation of Rating Agencies", "Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance", Hoboken, John Wiley and Sons, 2011

WIEBEN, Hans-Jürgen, "Credit Rating und Risikomanagement: Vergleich und Weiterentwicklung der Analysekonzepte", 1ª Edição, Deutscher Universitäts-Verlag/GWV, Wiesbaden, 2004

YEUNG, Karen, "Algorithmic Regulation: A Critical Regulation", TLI Think! Paper 62/2017, Londres, King's College London Law School, 2017

Comunicado da Comissão sobre agências de notação (2006/C59/02), Jornal Oficial da União Europeia

IOSCO, "The use of artificial intelligence and machine learning by market intermediaries and asset managers – Final Report", Madrid, IOSCO, 2021

FCIC, “Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States”, “The Financial Crisis Inquiry Report”, 2011

“Special Report – EU supervision of credit rating agencies – well established but not yet fully effective”, European Court of Auditors, 2015