

# Risco & Controle: Considerações sobre dispositivos de avaliação de risco de crédito e suas implicações na normalização de Estados Soberanos e regulação de mercados financeiros

Ana Carolina Bichoffe\*

## Resumo

O presente artigo busca interrogar o papel das agências de classificação de risco de crédito e seus dispositivos na redefinição de novas regras culturais e institucionais que governam o acesso de Estados Soberanos ao crédito e investimentos via mercado de títulos públicos. Hoje, esses Estados se capitalizam através das emissões de títulos, *bonds*, em mercados primários e secundários, descentralizando a dependência de crédito de bancos e instituições multilaterais. O artigo foca no modo específico pelo qual as agências de classificação de risco de crédito, produtoras objetivas de avaliações e classificações desses Estados Soberanos, têm fundamentado firmemente suas posições e legitimado seus constructos de controle sobre mercados e Estados. Com base em pesquisa documental e instrumentos de análise extraídos das sociologias da performatividade e da classificação se pretende questionar o estatuto, adensamento de normalização e produção de *standards* financeiros sobre Estados Soberanos.

**Palavras-chave:** Agências de classificação de Risco de Crédito, Estados Soberanos, Financeirização, Dispositivos de controle e regulação, Performatividade.

\* É doutoranda em Ciência Política pela Universidade Federal de São Carlos (UFSCar). Pesquisadora do Núcleo de Estudos em Sociologia Econômica e das Finanças (NESEFI) na Universidade Federal de São Carlos e do Núcleo de Estudos e Pesquisa sobre a Sociedade, Poder, Organização e Mercado (NESPOM). Em 2016 foi pesquisadora visitante no Departamento de Sociologia da Universidade da Califórnia, Berkeley. E-mail: carolbichoffe@yahoo.com.br

# Risk & Control: Considerations on credit risk assessment devices and their implications for the standardization of Sovereign States and regulation of financial markets

## Abstract

This article aims to question the role of credit risk rating agencies and their devices in redefining new cultural and institutional rules governing Sovereign State access to credit and investments via the public securities market. Today, these states capitalize through the issuance of bonds in primary and secondary markets, decentralizing credit dependence from banks and multilateral institutions. The article highlights the specific way that credit rating agencies, which are objective producers of assessments and ratings for these sovereign states, have firmly grounded their positions and legitimized their constructs of control over markets and States. Based on documentary research and analysis tools extracted from the sociologies of performativity and classification, it is intended to question the status, density of normalization, and production of financial standards for Sovereign States.

**Keywords:** Credit Rating Agencies, Sovereign States, Financialization, Control and regulation devices, Performativity.

## Introdução

Em 05 de maio de 2016 a agência de classificação de risco Fitch confirmou em seu site a expectativa de investidores e representantes do Governo: “Fitch Downgrades Brazil to ‘BB’; Outlook Negative”, em uma tradução literal: “Fitch rebaixa Brasil para ‘BB’, perspectiva negativa”. Era o registro público e formal

da segunda agência a retirar o grau de investimento do Brasil. A repercussão pela imprensa nacional e internacional foi imediata. Naquele momento, o julgamento desfavorável sobre a situação econômica e financeira brasileira era referendado e atestado por uma segunda grande agência de classificação de risco de crédito. Em 09 de setembro do ano anterior a agência Standard&Poors's já havia tomado a dianteira e feito o primeiro corte na nota do Brasil.

Naquele 09 de setembro de 2015, a página de negócios da plataforma online Reuters noticiara: “Brazil downgraded to junk rating by S&P, deepening woes”, em destaque: “Standard & Poor’s downgraded Brazil’s credit rating to junk grade on Wednesday, further hampering President Dilma Rousseff’s efforts to regain investors’ trust and pull Latin America’s largest economy out of recession” (Brandimarte, 2015).

Na configuração do quadro discursivo desse momento é possível encontrar termos como *downgrade*, *junk grade*, *regain investor’s trust*, elementos e metáforas que descrevem o colapso econômico-financeiro do Estado Soberano Brasileiro frente ao mundo das finanças internacionais. Trata-se de uma narrativa lançada não pelo *corpus* de quem sofre o impacto das avaliações, mas por dispositivos e agentes financeiros diretamente envolvidos nas produções, a partir de posições que lhe conferem poder para tanto.

Consideradas uma convenção legítima, e, mais ainda, performática, tal como será discutido adiante, essas classificações gozam de respaldo legal e simbólico nos mercados. Para grandes investidores institucionais como fundos de pensões, por exemplo, o atestado de pelo menos duas agências reconhecidas é uma exigência jurídica para ingressar, permanecer ou sair de um investimento. Trata-se de um mecanismo para evitar que cotistas desses fundos sejam expostos ao risco. Assim, para retornarmos ao exemplo de abertura do artigo, do ponto de vista legal e nor-

mativo, muitos fundos, como os de pensões, *venture capital* e bancos, de acordo com suas respectivas cláusulas de contrato, foram impedidos de manter títulos do tesouro brasileiro, frente ao rebaixamento da avaliação.

Da perspectiva de Estados Soberanos, as avaliações e classificações são tidas como uma fonte segura e consistente de avaliação sobre seus títulos, considerados garantias públicas. O impacto das avaliações e classificações se estendem também sobre as atividades financeiras nacionais desses Estados Soberanos – reorganizando procedimentos regulatórios de controle e coordenação dos Sistemas Financeiros Nacionais. Um exemplo ilustrativo dessa condição é a de que instituições financeiras operantes em território brasileiro apresentem ao Banco Central do Brasil, via demonstrativos contábeis das reservas financeiras e depósitos, percentual de suas carteiras em títulos com alta liquidez, ou seja, títulos avaliados com grau de investimento (classificação melhor ou igual a AA-) pelas agências de classificação de risco de crédito<sup>1</sup>. Em outras palavras, trata-se de uma governança<sup>2</sup> pública, disciplinar, produzida por uma instância privada (a

1 Referência à Circular Nº 3.749, 5 de março de 2015, do Banco Central do Brasil que estabelece a metodologia de cálculo do indicador Liquidez de Curto Prazo (LCR) e dispõe sobre a divulgação de informações relativas ao LCR para instituições financeiras que atuam no sistema financeiro nacional. A norma estabelece que se apresente ao todo um piso de 55% de ativos de alta liquidez. Esse percentual é dividido em categorias de ativos (Nível 1, Nível 2A, 2B). O exemplo pode parar por aqui, pois a intenção é apenas mostrar como a preocupação com mecanismos de controle dos Estados Soberanos é atravessada pelos dispositivos das agências de classificação de risco.

2 Este artigo incorpora a definição de Governança proposta por Kruck (2011). De acordo com o autor o termo “governança” diz respeito aos mecanismos que orientam os sistemas sociais para seus objetivos. Esses mecanismos podem assim ser entendidos como processos de criação e implementação intencional de ordem política, isto é, sistemas de regras que facilitam a coordenação e a cooperação de atores sociais e, ainda, determinar a distribuição dos custos e benefícios da ação coletiva. Em termos mais restritivos, pode ser considerada uma ação coletiva que reivindica autoridade e tem como objetivo lidar com problemas comuns e produzir bens públicos. A governança, desse modo, trata da identificação de abordagens promissoras e sustentáveis para resolver problemas sociais, traduzindo as abordagens em regras de conduta, assegurando a adesão a essas regras e, quando necessário, ajustando estas regras às circunstâncias em mudança.

agência de classificação de risco de crédito) e sancionada pelo Estado.

Assim, as avaliações e classificações das agências de risco apresentam um duplo propósito: por um lado, com base nas avaliações e classificações, investidores podem desenhar as melhores estratégias de provimento de retornos, equacionados com possíveis riscos das transações. Por outro, os emitentes de títulos, mutuários, como os Estados Soberanos, em posse dessas avaliações, usufruem de liberdade para orientar e ordenar internamente suas contabilidades de modo a ajustá-las a função social que considerem prevaiente.

Considerar os dispositivos de avaliação de risco de Estados Soberanos produzidos pelas agências de classificação de risco de crédito, antes de mais nada, como objeto de formulações normativas e percebido como tal no interior do campo das finanças internacionais é, portanto, o desafio essencial do presente artigo. Essa operação analítica implica, em primeiro lugar, conferir centralidade à noção performática de um sistema de investimentos no mercado de crédito que tem amadurecido e se tornou um estilo de investimento e de gestão em si mesmo. O mercado de títulos públicos tem tido um impacto crescente sobre como Estados Soberanos organizam e executam seus sistemas financeiro internos, suas políticas macroeconômicas, e quais estratégias perseguem de modo que seus ativos, *bonds*<sup>3</sup>, sejam maximizados.

---

3 De acordo com o dicionário de finanças 'Pocket Finance' (1999), organizado por Tim Hindle, ex-editor chefe de finanças da The Economist, *Bond* é instrumento que rende juros (*interest*) ao portador; emitido por governos, corporações e algumas organizações. As obrigações são vendidas a investidores para levantar capital e podem ser negociadas inúmeras vezes no mercado secundário antes de serem finalmente resgatadas. As obrigações são vendidas com desconto ou prêmio de acordo com seu valor nominal e este desconto (ou prêmio) reflete a diferença entre a taxa de juros estabelecida no cupom da hipoteca e a taxa de juros existente no mercado.

Esse esforço de análise se distribui em sete seções que se dividem da seguinte forma: a introdução ora apresentada; o tópico seguinte analisa a emergência das agências de classificação de risco, a partir de seus dispositivos técnicos de avaliação e classificação de risco de Estados Soberanos e questiona o papel estritamente pragmático das agências. A terceira seção organiza uma breve apresentação das noções de performatividade e dispositivos e como estas conceituações oferecem um ferramental analítico interessante para a abordagem das classificações e avaliações de risco de crédito. Na sequência, a seção seguinte retoma a discussão apresentada na introdução sobre as interpolações do uso das avaliações como instrumentos normativo e regulatório por parte de autarquias estatais. Essa discussão oferece uma abertura para a seção cinco, na qual é estabelecida uma tentativa de analisar a orquestração desse novo regime de verdade sobre controle do risco que, mobilizando dispositivos técnico-materiais e difundindo uma linguagem específica, conseguiu produzir uma expansão sobre as estruturas de finanças públicas e privadas. A seção seis traz uma reflexão contraintuitiva sobre as crises e escândalos envolvendo as agências de classificação de risco de crédito. A interpretação apresentada sugere que o medo da deflagração de novas crises produziu um estreitamento das instâncias de controle de Estados Soberanos e as estratégias para coibir exposições acima de *standards* produziram fortalecimento das agências. Nos apontamentos finais são retomadas as principais conclusões do artigo, direcionando o leitor para caminhos de continuidade e/ou possibilidade de novos trabalhos no campo de estudos dos dispositivos relacionados à classificação de risco de crédito soberano.

## 1 Expansão e Diversificação: mudanças das instâncias e dispositivos de classificação de risco de crédito

As organizações produtoras de classificações sobre risco de crédito<sup>4</sup> são firmas privadas e independentes que estimam e classificam a **credibilidade** – este é um termo fundamental – de mutuários atuantes em mercados de títulos de crédito, por exemplo, empresas, companhias de seguro, bancos, municípios, Estados soberanos; elas também notam instrumentos financeiros, por exemplo, obrigações, empréstimos e outros produtos financeiros estruturados, tais como obrigações de dívidas colateralizadas.

As agências operam coletando informações dispersas da situação financeira dos tomadores de empréstimo em relação ao risco de falência, *default*, para empregar o termo nativo em inglês, de certos produtos financeiros; e condensam isto em uma única medida do risco de crédito relativo – uma notação de risco graduada por letras, números e sinais (ver tabela 1).

4 O termo ‘Agência de Classificação de Risco de crédito’ foi definido como padrão nacionalmente aceito pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2012. Entre 2011 e 2012, a CVM promoveu audiências públicas com participação de agentes dos mercados interessados, com o propósito de elaborar a instrução normativa (Nº 521) sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro. Naquele momento foram discutidas e solicitadas as opções de uso de terminologias em Inglês, como *rating agencies* ou mesmo “notação de risco de crédito” (usual em Portugal) como equivalentes à expressão “classificação de risco de crédito”. Em resposta, a CVM esclareceu que apenas adota expressões em outro idioma se não houver equivalente em língua portuguesa de uso comum no mercado nacional. Logo, ficou estabelecida na redação da Instrução, promulgada em 25 de abril de 2012, a acepção “classificação de risco de crédito”. No entanto, é importante salientar que *rating*; *downgrade*, *upgrade* são termos que compõem o repertório linguístico do espaço financeiro brasileiro. É muito recorrente encontrar tais referências na imprensa financeira nacional, vocabulário de agentes de mercado e mesmo em documentos oficiais de autarquias do Estado, como em relatórios da Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil.

**Tabela 1** – Quadro síntese das graduações de possibilidades de default, de acordo com símbolos de classificação e categorização

Símbolos de classificação			Definição da classificação de acordo com a possibilidade de default	Categorização
Moody's	S&P's	Fitch		
Aaa	AAA	AAA	Classificação mais alta atribuída: A capacidade do devedor para cumprir seu compromisso financeiro sobre a obrigação é extremamente forte.	Investment grade / Grau de investimento
Aa1	AA+	AA+	Difere das obrigações mais elevadas apenas num grau pequeno; A capacidade do devedor para cumprir seu compromisso financeiro sobre a obrigação é muito forte.	
Aa2	AA	AA		
Aa3	AA-	AA-		
A1	A+	A+	Um pouco mais suscetíveis aos efeitos adversos das mudanças nas circunstâncias e condições econômicas; A capacidade do devedor para cumprir seu compromisso financeiro sobre a obrigação ainda é forte.	
A2	A	A		
A3	A-	A-		
Baa1	BBB+	BBB+	Parâmetros de proteção adequados; Condições econômicas adversas, ou as circunstâncias de mudança, são mais suscetíveis de conduzir o devedor a uma capacidade enfraquecida para cumprir o seu compromisso financeiro sobre a obrigação.	
Baa2	BBB	BBB		
Baa3	BBB-	BBB-		
Ba1	BB+	BB+	Menos vulneráveis ao não-pagamento do que outros emissores especulativos; Contudo, grandes incertezas em curso ou exposição a condições comerciais, financeiras ou econômicas adversas podem levar a capacidade inadequada do devedor para cumprir seu compromisso financeiro com a obrigação.	Speculative grade / Grau especulativo
Ba2	BB	BB		
Ba3	BB-	BB-		
B1	B+	B+	Mais vulnerável ao não pagamento do que as obrigações com rating 'BB', mas o devedor tem a capacidade de cumprir seu compromisso financeiro sobre a obrigação; Condições comerciais, financeiras ou econômicas adversas provavelmente prejudicarão a capacidade do devedor ou sua disposição de cumprir seu compromisso financeiro com a obrigação.	
B2	B	B		
B3	B-	B-		
Caa1	CCC+	CCC	Vulneráveis ao não pagamento, dependentes de condições comerciais, financeiras e econômicas favoráveis para que o devedor atinja seu compromisso financeiro com a obrigação; Em caso de condições comerciais, financeiras ou econômicas adversas, o devedor não é susceptível de ter capacidade para cumprir o seu compromisso financeiro.	
Caa2	CCC	CC		
Caa3	CCC-	C		
Ca	CC	DDD	Altamente vulneráveis ao não-pagamento.	
C	C	DD	Obrigações altamente vulneráveis ao não pagamento; obrigações que têm atrasos de pagamento permitidos pelos termos dos documentos ou obrigações de um emissor que são objeto de uma petição de falência ou ação similar que não tenham um padrão de pagamento.	
-	D	D	Default. Descumprimento de pagamento; Os pagamentos relativos a uma obrigação não são efetuados na data devida; Utilizados na apresentação de uma petição de falência ou na tomada de uma ação similar se os pagamentos em uma obrigação forem comprometidos.	

Fonte: Produzida pela autora com base nas informações extraídas das classificações das agências de classificação de risco de crédito (S&P's; Moody's; Fitch), 2017.

Essas medidas do risco de crédito relativo são publicizadas e disponibilizadas livremente aos interessados, tanto agentes privados, que as utilizam para decisões de investimento no mercado, quanto instâncias estatais, que as utilizam em matéria de regulamentação financeira sensível ao risco.

Do ponto de vista dos mercados, as agências são uma espécie de intermediários financeiros, facilitadores, proporcionando “serviços de informação” que reduzem custos de captação da informação, geram o aumento do leque de potenciais mutuários e, em termos pragmáticos, promovem mercados líquidos. Elas também oferecem “serviços de monitoramento” através dos quais influenciam os emitentes a tomarem ações corretivas para evitar rebaixamentos (FMI, 2010). Na prática, esses



dispositivos de avaliação amenizam a tensão entre partes nas transações comerciais.

As três principais agências classificadoras de risco, internacionalmente reconhecidas, são: Standard & Poor's (S&P), Fitch e Moody's. Tratadas nos mercados como as *Big Three*, elas representam 95% do mercado de classificação de Estados Soberanos (FMI, 2010)<sup>5</sup>.

A origem das agências e suas respectivas trajetórias se mesclam à história de expansão econômica norte-americana rumo ao oeste. O aparecimento das primeiras agências mercantis, como eram então denominadas, remonta ao século XIX. Sua função básica, naquele período caracterizado pela efervescência de negócios relacionados ao ouro e às ferrovias, era fundamentalmente atestar a confiabilidade em possíveis parceiros comerciais (Oleário, 2006; Poon, 2012).

Assim, tem início as primeiras práticas de notação, termo usado na época para descrição da atividade de classificação de risco de crédito. As notações, ou avaliações, circulavam através de rede de correspondentes locais dispersos por todo o país, coletores e transmissores de dados, até a chegada aos agentes do mercado dispostos a pagar por tais informações. Esses atestados/avaliações produzidos pelas agências representavam opiniões, posicionamentos parciais, mas que por um processo histórico de assimilação cultural adquiriram abrangência e estatuto legítimo de controle dos mercados.

5 Segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI) existem no mundo cerca de 150 organizações que fornecem serviços de classificação e acompanhamento de risco de crédito (FMI, 2010). Standard & Poor's Ratings Services e Moody's Investors Service possuem 40% do mercado total (firmas, instituições financeiras, Estados Soberanos, entre outros) enquanto Fitch Ratings detém 15% desse mercado total (White, 2013). No Brasil a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) mantém o registro de sete companhias aptas e habilitadas a exercerem tais atividades. São elas: Austin, Argus, Fitch, Liberum, Moody's, Sr e Standard & Poor's.

Em termos de uma dimensão histórica e cultural é válido afirmar que as agências souberam se ressignificar frente às demandas de seu tempo e espaço. Por meio de suas trajetórias e narrativas é possível apreender como foram capazes de se performar (Poon, 2012), sensíveis às transformações sociais e de mercados, governando, e reflexivamente, sendo governadas, pela transição de uma sociedade industrial para a sociedade pós-industrial, descrita por Davis (2009; 2015), baseada na financeirização.

Com base nessa perspectiva histórica de emergência e permanência das agências de classificação de risco de crédito, vem ao caso expandir a reflexão para uma dimensão relacional, de modo a escaparmos de uma leitura ontológica da história, que em geral levam à uma falácia essencialista do objeto estudado. Colocadas em perspectiva, as agências e seus dispositivos de avaliação e classificação, e no caso singular das operações relacionadas aos Estados Soberanos, oferecem uma nova orquestração do modo pelo qual corporações e Estados podem se mexer no mercado financeiro internacional e alavancar suas finanças.

A instauração desses novos agentes, as agências, no espaço das finanças internacionais possibilitou um deslocamento das relações de poder, como por exemplo, pode ser registrado sobre a atuação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e bancos multilaterais, que até meados das décadas de 1990 imperavam como instituições legítimas de avaliação e controle de crédito para Estados Soberanos (Fourcade, 2013a; Bichoffe, 2016). O registro de opinião de Celso Furtado oferece um exemplo da relevância da atuação dos organismos tradicionais de financiamento de crédito:

O FMI sobreviveu como instrumento de tutela de países inadimplentes. Representa um progresso considerável com respeito a época em que os credores mandavam navios de guerra para ocupar as aduanas de países devedores em *default*. Mas o espírito é o mesmo: submeter a controle um Estado que se considera incompetente para gerir os próprios negócios (Furtado, 1981, p. 83).

Até meados da década de 1960, cabia fundamentalmente ao Banco Mundial, ao Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a outros bancos de desenvolvimento o papel de avaliar riscos de Estados Soberanos que buscavam financiamento externo. De acordo com a metodologia do Banco Mundial, se baseavam na utilização da razão do serviço da dívida desses países. O autor explica que após algum período de aplicação estática dessa razão, passou-se à adoção de um modelo de análise dinâmico que considerava também a evolução do serviço da dívida em função de novos empréstimos e que incluía ainda o perfil da dívida. É possível relacionar, porém sem afirmar com absoluta precisão, que esse tipo de análise foi o embrião do que as agências de classificação fariam, a partir da década de 1980, com os *ratings* de risco soberano.

De acordo com dados fornecidos pelo FMI (2010), as *Big three* dominam a produção de *ratings* soberanos. Standard & Poor's classifica 125 Estados Soberanos, enquanto Moody's 110, e Fitch 107 nações. O interesse pelo mercado latino-americano cresceu apenas a partir da década de 1990<sup>6</sup>, em grande parte devido ao movimento de reestruturação, renegociação e securitização de dívidas nacionais (Plano Brady de 1989) dos países latino-americanos (Bichoffe, 2016). A abertura desse novo mercado despertou o interesse das agências a instalarem subsidiárias locais, que depois viriam a se tornar escritórios de representação. A primeira a se fixar no Brasil foi Standard & Poor's em 1992, seguida de Fitch<sup>7</sup> e Moody's, ambas se estabelecendo em território nacional em 1997. Desde 1994 os governos brasileiros assinam contratos de avaliação do risco Soberano com essas três agências.

6 Ainda que nos registros da R.G. Dun & Company. R.G. Dun & Company Credit Report, em uma série de volumes (1840-1895), disponíveis na biblioteca de Harvard, apareçam registros de notações de países da América do Sul, México, Haiti e ilhas Havaianas, durante o período de 1876-1883.

7 Em 2003, Fitch adquiriu a Atlantic Rating, maior empresa nacional de classificação de risco, com objetivo específico de aumentar a participação no mercado brasileiro.

Obviamente que organismos multilaterais, como FMI, BIS, BID, ainda reservam seu espaço e desempenham uma função expressiva, especialmente para Estados Soberanos considerados destituídos de meios para enfrentar colapsos financeiros e que, diante da situação de vulnerabilidade plena, recorrem aos mecanismos tradicionais como alternativa na busca por créditos e financiamentos.

A retórica de vanguarda exposta na versão atual em que Estados Soberanos negociam títulos em mercados de crédito, como mecanismo para captação de recursos, apresenta como vantagens a possibilidade destes Estados, por um lado, atingirem certa autonomia em organizar, quantificar, mensurar e estabelecer planificações e os controles orçamentais de suas atividades financeiras sem a tutela e parâmetros condicionados por credores tradicionais. Por outro lado, nesse outro modelo, tanto as operações quanto os dividendos são controlados por um conjunto de métricas e indicadores de avaliação de competência, performance e desempenho. Ou seja, os Estados são atravessados por uma lógica da financeirização que reivindica um vocabulário próprio e que tematiza o funcionamento de Governos.

Outro exemplo de como essa orientação do mundo financeiro vem ganhando espaço nas finanças estatais – nomeando e descrevendo situações político-econômicas a partir de um léxico emprestado deste mundo financeiro – é a noção de Risco-país. Trata-se de algoritmos que oferecem uma dimensão plana, objetiva e, fundamentalmente, uma representação gráfica das variações diárias de risco de crédito aos quais investidores estrangeiros estão submetidos quando investem em determinado Estado. Os mais conhecidos internacionalmente são o *Emerging Markets Bonds Index* (EMBI+Br) e o *Credit Default Swap* (CDS) do Brasil<sup>8</sup>.

8 O EMBI+Br reflete o comportamento diário de títulos da dívida externa brasileira. Trata-se da versão brasileira do EMBI+, emitido apenas aos países considerados emergentes e registra os retornos financeiros de uma carteira selecionada de títulos de dívida de deter-

Assim, considerando as avaliações e classificações das agências como dispositivos com pretensão de verdade, produzidos e difundidos para descrever e, a partir disto, normatizar o funcionamento dos Estados, o próximo tópico visa analisar uma dimensão menos evidente, ao menos em um primeiro momento, que é o efeito de legitimidade, mas também de violência simbólica, que o dispositivo produz sobre Estados Soberanos. Busca-se assim demonstrar que o movimento de convergência para determinada técnica de controle de risco não é tão gratuita e natural como um leitor desavisado poderia supor, mas permeada por constrangimentos, coerções e imposições, que passam também por um processo de persuasão, nos quais o jogo de linguagem, o uso de metáforas, produzem um efeito positivo de confiança e legitimidade.

## 2 Performatividade e dispositivos: a emergência dos Estados Soberanos como objetos de controle

A porta de entrada desta reflexão se situa nas transformações que as classificações de risco de crédito produzem nos Estados Soberanos. Estados são, por excelência, instituições singulares organizadoras de nossa existência mundana, ou seja, os inculcadores ‘naturais’ de sistemas classificatórios, governando desde

---

minado país. Ele é medido em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, que são considerados livres de risco (Bacen, 2013). O EMBI+ é calculado pelo Banco J.P. Morgan Chase. O cálculo do índice teve início em 31 de dezembro de 1993, tornando-se a data base para a maioria das carteiras. O rendimento da carteira em um dado período é determinado pela variação do índice entre a data inicial e a final (Gerin, 2014). A diferença entre as taxas de retorno são os *spreads*, ou *spreads* soberanos. Basicamente, o mercado usa o EMBI+ para medir a capacidade de um país honrar os seus compromissos financeiros, ou seja, quanto maior a pontuação do indicador de risco, maior é o risco de crédito do país a que se refere (Gerin, 2014). Já o CDS é um contrato bilateral que permite ao investidor comprar proteção para crédito específico contra evento de crédito do emissor (corporação ou Estado) de determinado ativo. Um evento de crédito (*default*) pode ser traduzido como inadimplência, falha em pagamentos, reestruturação de dívida ou falência do emissor do ativo. Para adquirir essa proteção, o comprador faz pagamentos periódicos a um vendedor – uma seguradora de títulos, por exemplo, normalmente trimestrais ou semestrais, especificados como porcentagem do principal (*spread*) (Banco Central, 2013).

elementos básicos de temporalidade, como aqueles relacionados ao dia a dia, como calendário do sistema escolar, horário de verão, feriados; passando pela resolução de litígios, instituição de parâmetros e critérios jurídicos; e provedor de sistemas médico e de proteção social; até, fundamentalmente, atentando para noções que atingem a subjetividade individual de modo mais agudo: produzindo identidades sociais como raça e gênero; ocupações e profissões; estratificações sociais (classes), e também o sistema linguístico, no qual se inclui a ortografia. Esses são, portanto, exemplos de noções construídas, moldadas, categorizadas, mensuradas, reconhecidas e legitimadas por Estados (Bourdieu, 2014; Fourcade<sup>9</sup>, 2012); e são todas variáveis, constituídas por “categorias legítimas, um nomos, um princípio de divisão universalmente reconhecido nos limites de uma sociedade” (Bourdieu, 2014).

Mas, e quando esta instituição, Estado Soberano, detentora do monopólio da violência física e simbólica e fundadora da integração lógica e moral do mundo social se torna objeto de violência simbólica<sup>10</sup>? Quais são as forças atuantes no espaço financeiro que impelem Estados ao engajamento, ao investimento em padrões de conformidade (Thévenot, 2009), com o propósito

9 Trata-se de um interesse legítimo desde os primórdios da Sociologia. A pesquisadora Marion Fourcade, da Universidade de Califórnia Berkeley, tem dedicado esforço semelhante, reunindo conjunto significativo de estudos empíricos sobre as bases de categorização e valoração do mundo social. Alguns de seus trabalhos recentes se dedicam ao estudo do sistema de classificação que organiza o sistema de crédito individual de bancos e outras instituições financeiras, fornecendo evidências robustas que nos habilita a pensar sobre formas diferenciadas de se estabelecer o que chamamos de estratificação social (2012); ou, ainda, estudo sobre os princípios de ‘visão e divisão do mundo social’ que constroem e legitimam sistemas distintos e específicos de classificação de vinhos na França e Estados Unidos (2012); cito ainda o estudo comparativo sobre as diferentes formas de institucionalização da economia enquanto disciplina (2010); e, por fim, o estudo também comparativo sobre o poder classificatório das Agências de Classificação de Risco (2017).

10 Por violência simbólica tomo a definição literal proposta por Bourdieu: ou seja, “formas de coerção que se baseiam em acordos não conscientes entre as estruturas objetivas e as estruturas mentais” (1997, p. 16).

específico de se tornar atrativo e confiável ao investidor? Há aí uma inversão da ordem cósmica (Grüm, 2015) e é justamente esta problemática que interessa aqui.

Uma pesquisa rápida pelos sites das autarquias do Sistema Financeiro Nacional, ou mesmo de canais especializados em finanças, revela a força draconiana que tais classificações de risco podem produzir em economias soberanas. Voltando ao exemplo apresentado no início do artigo, os rebaixamentos emitidos pelas agências de classificação de risco sinalizaram aos mercados de crédito que o Brasil já não é mais um polo confiável para investimento.

As manifestações objetivas e materiais sobre a economia nacional são nada triviais: na sequência do anúncio, por exemplo, importantes empresas nacionais, como Vale, Petrobras, AmBev, tiveram quedas expressivas no valor de seus títulos (Rapoza, 2015); da sinalização entre o primeiro e o segundo rebaixamento houve uma fuga de capitais do país da ordem de aproximadamente US\$1,6 bilhão. Economistas de distintas linhas teóricas manifestaram a necessidade da elevação das taxas básicas de juros, de modo a atrair o interesse e confiança de investidores, remunerando-os de forma mais vantajosa e, assim, reduzindo a fuga maciça de capital; internamente, o acesso ao crédito se tornou mais custoso, gerando impactos restritivos no planejamento e execução de políticas macroeconômicas e sociais.

Isso porque os títulos da dívida de Estados Soberanos podem vir a ser um instrumento apropriado para financiar o investimento público na construção de ativos de elevado custo e longa duração, como, por exemplo, hidrelétricas, portos e rodovias. Ou, ainda, para o financiamento de despesas emergenciais e extraordinárias, mesmo que não sejam investimentos, como as que ocorrem quando há uma calamidade pública ou outro tipo de choque temporário.

Essa possibilidade de novas formas de captação de recursos e financiamentos têm impulsionado fortemente os Estados Soberanos a se lançarem nos mercados de títulos públicos. De acordo com dados extraídos de pesquisa anterior (Bichoffe, 2016), atualmente, em vez de uma redução do endividamento após determinada crise, ou, para usar o termo do momento, após uma “desalavancagem”, as principais economias mundiais têm hoje níveis mais elevados de obrigações em relação ao PIB do que em 2007. O montante da dívida global de 2007 até final de 2014 cresceu \$57 trilhões, passando de \$142 trilhões para \$199 trilhões, valor que corresponde a 17% em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) mundial (Mckinsey & Company, 2015). Desse valor, \$25 trilhões correspondem a títulos da dívida pública de Estados. Assim, a constatação sobre a importância e magnitude desse amplo mercado da dívida pública e um de seus produtos – os títulos públicos – é elementar: eles se tornaram importantes instrumentos para o financiamento da dívida pública interna e de custeio de atividades de governos.

O interesse de Estados Soberanos de se lançar no mercado de títulos da dívida pública implica que tais Estados assimilem uma lógica competitiva de mercado. Como outros agentes de mercado, eles têm de se submeter às regras formais e informais de avaliação, métricas e *rankings*. Por exemplo, as classificações afetam a estrutura de capital de organizações; o custo de capital para corporações e Estados Soberanos (Kedia et al., 2016) e os requisitos de capital de instituições financeiras, como bancos e companhias de seguros. A dependência regulamentar das classificações implica que qualquer uma das decisões das agências tem o potencial de afetar o sistema financeiro e alterar a sensibilidade e confiança de agentes dos mercados e, portanto, o fluxo de recursos financeiros.

Um caminho analítico sugestivo para compreender o impacto das classificações e avaliações das agências de classificação de risco de crédito está na incorporação da noção de performativida-



de. Como proposto por Callon (1998), e posteriormente desenvolvido por MacKenzie (2009), na teoria da performatividade, a teoria econômica, o conhecimento prático aplicado (dispositivos contábeis, para sugerir um exemplo) e a teoria econômica espontânea, produzida por praticantes do espaço e leigos, criam a realidade econômica. Assim, a noção de performatividade enquanto o designo de um discurso é, ao mesmo tempo, um ato que muda o mundo. Ou seja, a transformação do espaço social, invariavelmente, coincide com o pronunciamento. É nesse registro, por exemplo, que Callon pretende desconstruir interpretações simplistas e distorcidas da noção de performatividade (ou performance).

Uma primeira interpretação diz respeito à distinção feita entre economia pura e aplicada, e, na mesma chave, positiva e normativa. A noção de performatividade questiona essas distinções entre o mundo abstrato dos modelos, implícita ou explicitamente normativos, e do outro lado, o mundo real, onde os modelos poderiam ou deveriam ser aplicados. A noção pretende justamente quebrar as polarizações sobre a disciplina científica, a teoria econômica acadêmica e a teoria econômica espontânea, interpretações e entendimentos produzidos por seus praticantes (Dumez & Jeunemaître, 2010).

Nesse mesmo desenho, algo semelhante pode ser dito em conexão com o conceito de convenção, ou com a ideia de que os agentes devem concordar com regras e normas antes de agir, e para interagir. Essas regras, explícitas ou tácitas da economia neoclássica, seriam a condição necessária para comportamentos econômicos coordenados. A performatividade é algo muito diferente de uma orientação para regras acordadas.

Outro diagnóstico recorrente do emprego incorreto da noção de performatividade é tomá-la como sinônimo de profecias autorrealizáveis. Ou seja, se todos os agentes acreditam que algo vai acontecer e agem em conformidade, o fato se concretiza.

Callon considera que esse mecanismo analítico extremamente simplista não corresponde ao modo como a economia produz a realidade.

Finalmente, performatividade deve ser constatada com a noção de (neo)institucionalismo. Para funcionar, diz-se que a economia necessita de instituições. Callon (2008) concebe a noção de instituição como muito estática: ela pode explicar como um estado econômico se reproduz, mas não como ele pode evoluir. Nessa crítica, as instituições estão presas: elas são uma estrutura e, como tal, parecem incapazes de mudar e/ou deixar a mudança acontecer. Na visão de Michel Callon, velhos como os novos institucionalismos carecem de poder explicativo.

Assim, performatividade é, antes de mais nada, um poder enraizado na teoria e na prática. Nesse processo, argumenta Callon (1998, 2008), os dispositivos são essenciais. Essa operação implica, em primeiro lugar, conferir centralidade aos produtos culturais desses dispositivos – pela imposição de uma linguagem, ou seja, de um sistema elementar de classificação, que estrutura o espaço dos possíveis e o debate do possível, na medida em que determina, nos planos cognitivo e material, a compreensão do que é, do que deve, e do que pode ser.

MacKenzie estabelece vários tipos de performatividade, desde o uso da teoria em produção de ferramentas até a teoria se tornando realidade. Em seu estudo sobre *Black-Scholes*, por exemplo, ele explicita como o modelo criou um mercado de derivativos (MacKenzie, 2005). Antes desse modelo não havia uma abordagem padronizada para o preço de derivativos e mesmo um produto financeiro passível de investibilidade. As práticas contábeis podem ser vistas como performativas em si mesmas, ver por exemplo MacKenzie (2009), em que a adaptação a diferentes categorias faz um mundo novo que é a verdade da informação financeira. É através de um mundo abstrato, de computadores, números e cálculos, que esses mundos são criados.

A atribuição desse caráter voltado para dimensão objetiva dos dispositivos, vistos dessa perspectiva da materialidade, abre um leque de outros trabalhos como os expressos por Knorr-Cetina & Bruegger (2002)<sup>11</sup>. Ali os autores demonstram a interação entre *traders* de um mercado câmbio em diferentes locais ao redor do globo. Esse mercado financeiro internacional de câmbio se situava naquele momento como uma instituição relativamente nova e ainda em processo de consolidação. Por meio da tecnologia da informação e de uma linguagem hermética, esse novo espaço permite aos *traders* uma comunicação instantânea e eficiente, mesmo que geográfica e culturalmente distantes.

Homologamente aos movimentos analíticos propostos nesse grupo de pesquisas exemplares, o entendimento que motiva este artigo reside em conceber as avaliações e classificações de risco como dispositivos que organizam, disciplinam e performam o espaço à sua volta. Trata-se de um sistema completo e institucionalizado de métricas internacionalmente convencionadas – representadas por letras, números e sinais matemáticos (+ ou -) e a divisão de tais escalas em grupos: grau especulativo e grau de investimento (ver tabela 1) – que produz planificação, equivalência, generalização e comparação entre conjuntos de objetos abstratos: desde títulos de seguro (*insurance*); debentures de companhias até *bonds* de Estados Soberanos.

Em termos práticos, a notação e o *ranking* de classificação das agências<sup>12</sup> oferece ao mercado de títulos públicos um parâmetro comparativo, uma definição da ‘qualidade’ do crédito disponível aos Estados Soberanos. A eficiência simbólica desse disposto, produzido pelas agências, é inegável. Naturalizou-se no imaginário coletivo – acadêmico, midiático e popular – que uma alte-

11 É em um registro próximo a esse que se situa, por exemplo, o trabalho etnográfico exemplar de Müller (2006) sobre operadores da bolsa de valores que atuavam nos pregões da Bolsa de Valores da Cidade de São Paulo (Bovespa).

12 As agências de classificação de risco usualmente atribuem notas para as dívidas de curto e longo prazo, em moeda local e estrangeira (STN, 2013).

ração no *rating* afeta fortemente a flexibilidade contábil, fiscal e tributária de governos e firmas, como pode ser notado em casos recentes por todo o mundo, inclusive no Brasil<sup>13</sup>. Assim, pela lente e filtro das classificações de risco têm-se a dosagem de risco ao qual os emitentes estão expostos, e também os seus credores, afetando diretamente os custos de captação, financiamento e transações. Outra dimensão de destaque sobre os seus efeitos se refere ao apreçamento do risco dos empréstimos bancários que, por sua vez, afeta os preços das linhas de crédito e ainda serve como guia para diversos investidores institucionais regulados – fundos de pensão, companhias de seguro, e investidores estrangeiros – que o tomam como referência objetiva dos seus investimentos.

A justaposição de dispositivos produzidos inicialmente no mundo financeiro e transpostos para as instituições estatais remete a um novo sistema de obrigações que passa a compor novos elementos de tensão para os agentes de Estado em sua relação com mercados de crédito. Esse espírito “financeirizado” faz com que questões propriamente políticas, sobre a organização de processos de discussão e deliberações no interior das instituições estatais, sejam cada vez mais nomeadas e descritas a partir de um léxico voltado aos mercados. Como resultado dessa imposição cognitiva, uma parte substancial de decisões políticas passa a ser implicada e olhada sobre a forma de uma racionalidade contábil: investimento e retorno; passivo e ativo; não mais por atos e reivindicações de uma vontade coletiva.

13 A ‘cultura financeira’ tradicional prevalecente no Brasil propõe que um dos principais impactos políticos desse termômetro do grau de “segurança” – *rating* – é sua capacidade de influenciar autoridades monetárias no balizamento da taxa de juros E, por consequência, também na definição dos padrões de inflação, controle orçamentário e da gestão da dívida pública (Megale, 2005; Shousha, 2008; Giambiagi e Garcia, 2010; Mendonça, Vivian, 2008; Moreira et al., 2008). Portanto, de acordo com a doutrina tradicional, quanto maior o risco de um país, maior deverá ser a taxa de juros praticada por suas autoridades monetárias como esforço de estabilização da economia e atração de investimentos (Megale, 2005; Shousha, 2008; Giambiagi e Garcia, 2010).

Uma das possibilidades de acirramento dessa tensão ocorre quando não há consenso sobre o projeto de governo e os benefícios destas aplicações; ou, ainda, quando há dúvidas sobre abusos dos gestores na condução da contabilidade estatal e como estas são captadas pelos dispositivos de avaliação. Assim, do ponto de vista dos compradores de títulos públicos (ou seja, os *shareholders*), surge a necessidade de se proteger; seja da incerteza, seja da probabilidade de um eventual calote, exigindo assim juros reais cada vez mais elevados, encurtando os prazos e indexando a dívida pública às variáveis sujeitas à elevada incerteza macroeconômica, como o câmbio e os juros futuros (Silva et al., 2009). Isso implica em um deslocamento do fluxo de recursos que poderiam ser disponibilizados para políticas públicas de ordem social para o pagamento de prêmios mais atrativos para títulos da dívida.

### 3 Prudência e Sacralização dos *Ratings*: Normatização e disciplina das finanças e de Estados Soberanos

Como apresentado na introdução do artigo, Estados Soberanos exercem um importante peso na regulação monetária e financeira. Eles têm papéis centrais na decisão de criação e emissão de moeda e títulos públicos. Cabe às autarquias desses Estados (Bancos Centrais; Comissão de Valores Mobiliários e Secretarias do Tesouro) o papel de estabilização dos mercados financeiros, seja através de auxílios como empréstimos e desoneração em tempos de crise; seja por meio da regulação das instituições financeiras – bancos comerciais e de investimentos, fundos de investimentos, uniões de crédito, financeiras, poupanças, entre outras. É papel dessas mesmas autarquias a supervisão de contratos financeiros e proteção – para proteção de tomadores de empréstimo contra acordos leoninos e predatórios, ou ainda para que os fundos de pensão e companhias de seguro realizem investimentos prudentes.

Esse poder repressivo e disciplinar exercido pelos Estados vai de encontro com uma leitura do senso comum moralmente

aceita (Fligstein, 2001; Fligstein, Goldstein, 2010), mesmo por espectros mais liberalizantes, de que cabe a cada instância nacional o papel de cuidar de suas finanças – seja pela menor ou maior intervenção nas dimensões fiscal e monetária, seja para evitar ‘pânicos’ e crises. Sob esse ponto de vista moral, os governos se tornam os últimos emprestadores. Ou seja, cabe a eles a função de oferecer uma garantia pública, de prover liquidez aos seus respectivos mercados financeiros para manter as instituições financeiras operantes e solventes e evitar o fenômeno do *bankrupted* – ou seja, da contagiosa quebra de confiança.

Ainda que alguns autores como Kruck (2011) apontem para discussões paralelas sobre a erosão do poder dos Estados Soberanos, em parte advindas da dinâmica global da economia financeirizada e pela transferência das decisões executivas a organismos supranacionais, o fato é que a necessidade de se produzir garantias públicas, por meio de normas e dispositivo legais, atinge invariavelmente a todos.

Uma ilustração que encerra essa discussão sobre a atribuição moral de Estados na produção de garantias públicas diz respeito às transformações ocorridas em período subsequente a crise de 1929, quando a intenção expressa do Estado norte-americano foi a difusão do uso dos *ratings* como estratégia de intervenção nos mercados. Assim, não fora mera coincidência os Estados Unidos ser o primeiro Estado a regulamentar o uso de *ratings* e consagrá-lo como signo institucionalizado de confiabilidade, diante da catastrófica crise que havia deixado suas marcas pelo mundo.

Em 1931 o Escritório de Controladoria da Moeda norte-americana, o *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), tornou-se pioneiro na regulamentação dos usos de *ratings*. Ele estabeleceu um conjunto de normas em resposta à crise bancária deflagrada em março do mesmo ano. Após o início da Grande Depressão, os bancos necessitavam de maior liquidez e uma das estratégias

utilizadas foi o lançamento de títulos de grau inferior no mercado, com expectativa de atrair investidores. Ocorreu uma resposta contrária, produzindo um declínio geral nos preços dos títulos. A baixa avaliação de títulos reduziu globalmente os valores das carteiras de obrigações dos bancos e dos mercados – contribuindo decisivamente para a falência de muitos bancos. Esse fenômeno demonstrou que os valores de títulos, em vez de simples registros, eram também importantes para a sobrevivência do banco.

Conseqüentemente, coube ao recém instituído Escritório do Controlador da Moeda (OCC) a função de regular as reservas de capital dos bancos, com esperança de prevenir futuras quebras. Uma das principais estratégias da OCC foi estabelecer requisitos mínimos de reserva de capital de modo a assegurar que os bancos não se lançassem em atividades sistêmicas de alavancagem e mantivessem um colchão de reserva (SEC, 2015). Com esse processo de regulação, a contabilidade financeira se entrelaça ao mercado aberto para classificação comercial e as agências passam a ter acesso a dados mais consistentes das corporações financeiras.

Essas novas medidas, prevalecentes até hoje e incorporadas por grande maioria dos Bancos Centrais ocidentais, definiram obrigatoriamente, por exemplo, que instituições financeiras como bancos obtivessem *ratings* de crédito de seus ativos para garantir o cumprimento dos requisitos federais de reserva de capital, deste modo, também incentivando o estreitamento de laços com as agências de classificação de risco. Em 1936, o OCC e o *Federal Reserve Board* (FRB) ampliaram o uso dos *ratings* para definir e fazer cumprir investimentos prudentes, atualizando e endossando as prerrogativas de 1931. Ao adotar essas medidas o Estado americano iniciou um processo de codependência com as notações, como mecanismo de proteger os investidores.

Obviamente que o significado social dos dispositivos depende da estrutura social que o produz e/ou o incorpora. Eles variam

de nação para nação dependendo das configurações institucionais específicas e da corporificação das representações coletivas a respeito desses dispositivos. É possível se chegar a uma melhor compreensão situando-os não apenas em relação a todo espaço político, mas também no plano de preferências e não preferências, ações e não ações, possibilidades e impossibilidades observáveis em seu determinado contexto. Esse tipo de arranjo permite tecer considerações relacionais e compreender as dinâmicas do contencioso – seja pela busca de mudanças, seja pela resistência e permanência do *statu quo*.

#### 4 Legitimidade e Controle: Trata-se de uma regulação privada de instâncias públicas?

Nos anos 1960 e 70 há uma orquestração global, na qual as preocupações com a racionalidade financeira foram migrando para perguntas sobre o controle operacional dos mercados financeiros. Enquanto ainda se falava das qualidades dos investimentos, emergia uma nova problemática: o controle operacional e a capacidade do mercado para executar transações de forma ordenada. Um exemplo famoso foi a “crise da papelada” (*Paperwork Crisis*, EUA, 1968), quando o volume de negociação nas bolsas aumentou para além da capacidade de escrituração manual.

De acordo com Davis e Kim (2015), nesse período pós-guerra o governo norte-americano enfrentou três tipos de crises (de ordem social, fiscal e legitimidade), em grande medida resultantes da incapacidade de compatibilizar as demandas crescentes de diversos grupos sociais e de seu encolhimento econômico. Os autores citam Krippner (2011) ao explicar que o governo norte-americano superou essas crises, fundamentalmente, delegando decisões difíceis sobre diversas necessidades sociais prioritariamente aos mecanismos de mercado e pela desregulamentação dos mercados financeiros. Para esse conjunto de autores estas



ações criaram a falsa sensação de abundância de recursos através de uma maior acessibilidade ao crédito e ao influxo de capital estrangeiro.

Movido por essa ideologia do mercado livre, políticos conservadores de muitas gerações se engajaram em campanhas para reverter as reformas originalmente introduzidas nas décadas de 1930 – como a já citada requisição mínima de reserva de capital para instituições financeiras – além da ruptura com políticas macroeconômicas mais vultuosas como *New Deal*, de Franklin Roosevelt, estendidas na década de 1960 pelo programa *Great Society* de Lyndon Johnson. Esse conjunto de regulamentos e programas havia colocado severas restrições à atividade especulativa de instituições financeiras; e no cerne de uma agenda progressista, atuou para redução da extrema desigualdade de renda e distribuição de riqueza; possibilitou a organização da classe operária, com uma posição estável e reconhecida – tanto no local de trabalho quanto no nível da representação política; em que foram criadas redes de proteções para cidadãos em situação de vulnerabilidade – como, por exemplo, de desemprego e envelhecimento (Davis, 2009).

Empresários e intelectuais de um espectro de direita protestaram contra essas mudanças por muitas décadas. Pode-se dizer que a sorte desse segmento retornou na década de 1970 com o conservadorismo assumindo novamente uma força poderosa na política dos Estados Unidos. Com Ronald Reagan na presidência em 1980, o movimento conservador começou a fazer progressos significativos no desmantelamento do enquadramento *New Deal* (Phillips-Fein, 2009; Smith, 2012, citados por Block; Somers, 2014).

The fruits of these efforts are now glaringly familiar. Income inequality in the United States has increased dramatically since 1981, the labor movement has suffered a precipitous decline in numbers, and ordinary citizens are substantially

less protected from risks that diminish their incomes (Hacker 2006; Wilkinson e Pickett 2009; Hacker e Pierson, 2010, citados por Block, Somers, 2014).

Diante dessas medidas o setor financeiro cresceu exponencialmente, com um influxo de capitais, tornando este capitalismo financeiro estruturalmente instável (Davis, Kim, 2015). Logo, em meados de 1970, tal como o pós-crise de 1929, as preocupações com a liquidez se chocaram com questões sobre o estado geral e qualidade dos créditos corporativos (ou seja, a capacidade de empresas e Estados Soberanos pagarem as obrigações de títulos negociados). De modo a se prevenir de uma nova crise, a *US Securities and Exchange Commission* (SEC) interferiu, impondo exigências mais rigorosas sobre o capital circulante líquido e corretagem.

A regra 15c3 (1975) passa a exigir que uma corretora mantenha um colchão de capital em reserva para garantir que possa pagar todas as suas obrigações, mesmo que haja um atraso na liquidação de ativos. Em síntese, essa nova regra estabeleceu um novo regime regulatório em que as reservas deveriam estar ligadas à qualidade dos ativos (grau de risco) ao invés do volume de ativos (valor). Ainda que muitos críticos tenham considerado arbitraria a regra da SEC, simplesmente por não se balizar em estatísticas demonstráveis, a concepção da regra revela uma tentativa de mudança de concepção das práticas financeiras, tornando-as mais estruturadas. Essa regra não impactou de forma substantiva nas formas de classificação das agências, porém criou mais uma dimensão de controle por parte dos Estados Soberanos.

É na mesma década de 1970 que se observa um direcionamento de firmas e corporações da iniciativa privada em quantificar, valorar e controlar os riscos de seus empreendimentos. Ainda que tais setores já existissem nessas empresas, um novo enfoque é dado a esta área (Power, 2007) em parte também pela pressão das auditorias existentes, como estratégia de legitimação de suas atividades. Em 1985, por exemplo, é criado nos Estados Unidos o *Committee of Sponso-*

*ring Organizations of the Treadway Commission (COSO)*. Trata-se de uma iniciativa conjunta de empresas do setor privado e associações profissionais ligadas às finanças e contabilidade dedicada a fornecer subsídio para desenvolvimento de estruturas e orientações sobre gestão de risco empresarial, controle interno e dissuasão de fraudes. Essa organização é considerada uma dos *think tanks* mais influentes da contemporaneidade em termos de avaliação e aperfeiçoamento para sistemas de controle interno de empresas e outras firmas. A organização ganha destaque com a publicação da obra *Internal Control – Integrated Framework (1992)*<sup>14</sup>.

Esse movimento se amplia para o campo das finanças públicas e, em 1986, o Fundo Monetário Internacional (FMI) publica o Manual de Estatísticas Fiscais (*A Manual on Government Finance Statistics*) com o propósito de ajudar os países membros na compilação de informações estatísticas, estabelecendo uma padronização contábil de modo a facilitar a análise de operações dos Estados e o impacto econômico de suas atividades.

Evidências da pesquisa empírica (Bichoffe, 2016) chamam a atenção para os bastidores da dinâmica dessas produções. Uma primeira evidência diz respeito à cobrança sobre as nações que aderiram ao plano Brady, para que levantassem, sistematizassem e tornassem transparentes e acessíveis os dados de suas contas públicas. Assim, através da análise de relatórios e comunicados foi possível identificar como um conjunto de instituições, tais como International Organization of Securities Commissions (IOSCO)<sup>15</sup>, Fundo

14 Em 2013 foi publicada uma tradução (português) em colaboração do Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission (COSO), com a colaboração da consultoria Pricewaterhousecoopers (PwC) Brasil e Instituto dos Auditores Internos do Brasil (IIA Brasil).

15 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), organização responsável pela consecução de um conjunto abrangente de objetivos e princípios reconhecidos, como os marcos regulatórios internacionais para todos os mercados de valores mobiliários - como, por exemplo, *Multilateral Memorandum of Understanding (2002; 2003)* e o *Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies (2012)*.

Monetário Internacional (FMI), Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Banco de Compensações Internacionais (BIS), BIRD (Banco Mundial) e o próprio Governo Norte-americano, promoveu como estratégia consciente, que já se desenrolava desde meados da década 1980 (IOSCO; FMI, 2011), mecanismos para reunir e produzir uma convenção de equivalências sobre as finanças internacionais<sup>16</sup>.

Esse avanço e aprimoramento das estatísticas financeiras não alterou apenas o Estado<sup>17</sup>, mas também o estatuto das ciências tidas como exatas – com uma sobrevalorização das estatísticas, ciências atuariais, matemática aplicada. Nessa espiral, inclusive o modo de se conceber pesquisas também se modificou. Entretanto, para não fugir do escopo do artigo, cabe frisar que elas, as estatísticas, passam a fornecer um novo olhar ao entendimento sobre a situação política, social e econômica, restabelecendo as fronteiras das leis, da aplicabilidade e do alcance das políticas públicas. As informações e leituras fornecidas pelas estatísticas do Estado criam as regularidades e os desvios, criam as regras e condutas e, fundamentalmente, criam categorias e classificações

16 Sob ponto de vista da cultura epistêmica de mensuração estatística, trata-se de um período analiticamente interessante. Os avanços dos aparatos tecnológicos permitiram, por exemplo, um refinamento significativo nos estudos econômicos. Segundo relatórios do National Bureau of Economic Research, maior organização voltada para pesquisa econômica dos Estados Unidos, nessa mesma década de 90, tem início um processo de mudança no escopo das pesquisas – nos anos 90 cerca de 30% dos trabalhos tinham um embasamento puramente empírico. No final dos anos 2000 esse valor saltou para cerca de 50%. O relatório aponta que grande parte desse crescimento pode ser imputado à maior disponibilidade de microdados que permitiram análises empíricas rigorosas de questões que não podiam ser respondidas exclusivamente com base na teoria (ChettyHETTY; Finkelstein, 2012). Essa mudança na percepção e na forma de se construir pesquisas e apresentar os dados alteraram significativamente os campos científico e político, com profundas implicações em governos de todo o mundo.

17 No século XIX ocorreu a expansão da ciência atuarial moderna, um campo de estudos dedicado a gerenciar e precificar riscos, em geral, relacionados à administração de seguros e fundos de pensão. O estudo atuarial moderno é fortemente tributário do cálculo da probabilidade de Pascal em consonância com conjunto de fundamentos matemáticos (Pellandini-Simányi et. al., 2015).

que os indivíduos passam a se pensar, e o leque de ações e possibilidades abertas a eles próprios (Hacking, 1975; 1990).

Decorrente desse movimento de valorização das estatísticas financeiras, uma das iniciativas contemporâneas com grande impacto na mensuração e controle de riscos no sistema financeiro internacional foi a promulgação do Acordo de Capital da Basileia (1988), atualizado pelo Acordo de Basileia II (2004). Os acordos foram perpetrados pelo *Basel Committee on Banking Supervision*, Comitê de Supervisão Bancária da Basileia<sup>18</sup> do Bank for International Settlements (BIS). O comitê, supranacional, reúne representantes de Bancos Centrais das principais economias mundiais (BCBS, 1999a; 1999b; 2006).

Entre outros pilares, a atualização do acordo configurou uma nova aferição de valor do Risco aos tomadores de empréstimo: a relação passa a ser entre os ativos e o patrimônio líquido; alterando, portanto, a noção vigente que tomava o cálculo do endividamento pela relação entre o passivo e o patrimônio líquido. Assim, entram no cálculo não apenas a reserva de capital das instituições, como também os títulos.

O papel-chave dos dispositivos das agências de classificação é sublinhado pelo fato de que os bancos centrais exigem que ativos tenham uma classificação mínima para ser aceitável como garantia para as instituições financeiras. Por exemplo, o European Central Bank (ECB) – Banco Central Europeu – exige ativos transacionáveis com pelo menos um grau BBB – *rating* de crédito de uma das três agências de classificação (com exceção

18 Estabelecido inicialmente em 1974 pelos presidentes dos bancos centrais dos países do Grupo dos Dez (G-10). O nome do Comitê faz alusão à cidade de Basel/Basileia na Suíça, onde se localiza a secretaria permanente do Banco de Compensações Internacionais, organização que congrega os encontros do comitê. Atualmente o Comitê reúne autoridades de bancos centrais de 27 países. Sobre o papel dos Acordos da Basileia na performance de padrões de conduta da indústria bancária e as apropriações deste instrumento pelo Banco Central do Brasil ver Cavenaghi, 2015.

de títulos lastreados em ativos, em que o *rating* de crédito de emissão deve ser AAA) (Haan & Amtenbrink, 2011).

No caso específico do Brasil, a implementação das diretrizes da Basileia II teve início em 2007<sup>19</sup>. O cronograma de trabalhos (2008 - 2012) foi marcado por uma sequência de etapas que envolveu tanto a preparação do corpo técnico burocrático do Banco Central como a criação e instituição de normativas, além de um período para adaptação das instituições financeiras operantes nos mercados internos. Antes mesmo do término da incorporação do segundo acordo, a crise financeira internacional forçosamente exigiu um novo compromisso. Em dezembro de 2010 foram publicados dois documentos - Basel II: *A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems* e Basel III: *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, conhecidos como Basileia III. Os documentos trazem uma série de normativas para o aperfeiçoamento da capacidade das instituições financeiras absorverem choques provenientes do próprio sistema financeiro ou dos demais setores da economia, reduzindo assim o risco de transferência de crises financeiras para a economia real. Assim, como nos acordos anteriores, um corpo técnico do Banco Central do Brasil iniciou em 2013 um ciclo de trabalhos (com previsão de término em 2019) justamente para a mineralização das novas categorias cognitivas (Sartre, 2008) e a operacionalização destas em normativas e regras internas e externas.

Assim, orquestrados localmente, os métodos de normalização são utilizados para comparar e ajustar quais as “melhores” práticas que podem ser aplicadas aos mercados locais no âmbito da sua governança. Há, portanto, uma margem de ação e decisão dos Estados Soberanos. Todavia, o peso histórico e a coação prescrita por normas e discursos políticos de instituições supra-

19 Sobre os trabalhos de implementação <http://www.bcb.gov.br/nor/basileia/BasileiaIIInaweb.pdf> Acesso em 15 dez. 2016.

nacionais como BIS, BID, Banco Mundial, FMI, IOSCO, COSO, entre outras, continuam a afirmar que não só bancos, investidores privados e estatais, mas também autoridades de supervisão, dependem das opiniões privadas das agências, especialmente na falta de outros mecanismos que venham a suprir a demanda dos mercados por informações. O efeito perverso, porém, analiticamente interessante, é que as estratégias de resistência e desvio para atenuar o efeito arrebatador da performatividade destes dispositivos pode, por vezes, significar “estar em risco”.

## 5 Credibilidade das Agências e seus Dispositivos

Após a *Great Financial Crisis* (GFC) (Frieden, 2016) deflagrada em 2007 pelos *subprimes*, surgiram inúmeros artigos jornalísticos e acadêmicos, e muitas ações judiciais, culpando as agências de *rating* por falha na valoração do risco de *default* na complexa estrutura de produtos financeiros; por manterem relação muito estreita com seus clientes; e por desestabilizarem países inteiros através de *downgrades* de ratings soberanos.

De fato, a grande crise não foi a única a impelir o sistema regulatório norte-americano a agir no sentido de diversificar as fontes de alarme sobre risco. Ao longo dos anos 1990 e 2000, ondas de escândalos envolvendo fraudes e sonegações em balaços contábeis e financeiros assolaram os mercados norte-americanos e se espalharam pelo sistema financeiro mundial como os escândalos de Long-Term Capital Management (1998); Enron (2000); WorldCom (2002); Tyco (2002); Healthsouth (2003); American Insurance Group (2005); e a já citada *Subprimes* (2008). Os primeiros escândalos impuseram pressão ao Governo norte-americano para que tomassem medidas enérgicas de intervenção e regulamentação das corporações, culminando no *Sarbanes-Oxley Act* (2002). A lei passou a ampliar a exigência de que as companhias abertas mantivessem, além das avaliações das agências de *ratings*, sistemas de controle interno, demandando certificação

da administração e contratos de serviços de auditores independentes para atestarem a eficácia dos referidos sistemas<sup>20</sup>.

Logo, se as agências de *rating*, mesmo submetidas à regulamentação federal, não foram capazes de antecipar ou assinalar as falhas e omissões contábeis de grandes corporações, elas por si só não poderiam ser deixadas a cargo da fiscalização do mercado. Caberia à SEC, enquanto uma autarquia regulatória e de controle, o papel legal de supervisionar e controlar as agências. Essa condição colocou a SEC diante de um eminente conflito com um imperativo ideológico muito caro às sensibilidades cultural, política e econômica norte-americanas: a liberdade de mercado. Ou seja, exercer controle das atividades das agências sem, entretanto, interferir nas práticas e mesmo na metodologia das agências. Assim, para resolver o dilema, a SEC criou em 2006 uma categoria regulamentar inteiramente nova para classificação de títulos das empresas: as *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs), em uma tradução literal ‘organização de classificações estatísticas nacionalmente reconhecidas’.

Assim, ao invés de definir como fazer a regulação do *rating*, o Estado definiu quais instituições poderiam fazer isso por ele, estabelecendo assim uma aproximação com estas firmas. Foram definidas, portanto, as agências que atuariam no mercado mobiliário norte-americano (originalmente sete). A SEC se mostrou

20 Também em 2002, a IOSCO aprovou um Memorando Multilateral de Entendimento sobre Consultas e Cooperação e Intercâmbio de Informações, *Multilateral Memorandum of Understanding* (IOSCO MmoU), projetado para facilitar a aplicação transfronteiras e intercâmbio de informações entre os reguladores de valores mobiliários internacionais. Em 2003 foi publicada uma metodologia abrangente (Princípios da IOSCO Metodologia de Avaliação), com uma estratégia focada na disseminação dos princípios a todas as jurisdições membros de modo a ajudar a desenvolver planos de ação concretos de correção das deficiências identificadas. O produto dessas ações resultou no relatório IOSCO MmoU (2005), novo manual de referência para a cooperação internacional, definindo uma estratégia de expansão da rede de signatários até 2010 e reforçando os princípios gerais da organização: mitigar o risco sistêmico global, proteger os investidores e assegurar mercados de valores mobiliários justos e eficientes.



apática em relação ao controle dessas instituições, contanto que cumprissem as exigências da regra 15c3. Segundo dados de Sinclair (2005) e Poon (2012), até o final de 2000, após uma onda de aquisições e fusões, permaneceram no mercado apenas as três maiores: Moody's, S&P e Fitch. As NRSROs passam a constituir uma ordem privada de mercados públicos. Essa nova regulamentação reforçou o poder simbólico já presente no negócio de classificação de títulos<sup>21</sup>. A maioria das avaliações refere-se a títulos de dívida, mas em alguns casos são necessários outros tipos de serviços para avaliar a elegibilidade de um projeto de fluxos de financiamento do governo em áreas diversas como por exemplo, educação, telecomunicações e transporte.

Logo após a crise dos *subprimes*, uma força tarefa da IOSCO se estabeleceu, culminando em abril de 2012 no *Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*, com a intenção de oferecer um conjunto de medidas robustas e práticas – literalmente um guia – com o propósito de proteger a integridade do processo de notação, assegurando que os investidores e emissores fossem tratados de forma justa, protegendo informações confidenciais dos emitentes fornecidas às agências. No mesmo ano, o Fundo Monetário Internacional, Banco Central Europeu e o Banco de Compensações Internacionais, publicaram *Handbook On Securities Statistics*, primeiro compêndio de dados sobre títulos publicado internacionalmente. O objetivo prático do manual é o de propor um quadro de normas metodológicas para as estatísticas de valores mobiliários e, por meio dos dados disponibilizados, melhorar a informação sobre os mercados de valores mobiliários.

Longe de deslegitimar a atuação das agências de classificação de risco, essas publicações reforçaram a atuação das agências, fortale-

21 Esse novo registro passa a se aplicar a todas as cinco classes de *ratings* de crédito para as quais o NRSRO pode ser registrado nos termos da Lei: Instituições financeiras, corretoras ou distribuidores; companhias de seguro; Emissores corporativos; Emissores de títulos lastreados em ativos; Emissores de títulos de governos e municípios ou títulos emitidos por um governo estrangeiro.

cendo a crença na atuação destas e caminhando para um processo gradual de cristalização das notações, no que tange a apropriação e reprodução –por parte dos governos e organismos multilaterais – de suas categorias, narrativas e, fundamentalmente, de sua linguagem, que passou a traduzir e a sintetizar o mundo financeiro em um conjunto de signos compreendidos e compartilhados pelos agentes. Como Fourcade (2012) nos lembra, as classificações têm essa particularidade de se tornar institucionalizadas através das práticas dos agentes, que as tratam como realidades objetivas, e as justificam em parte pelo interesse que suscitam.

Ainda assim, esse processo não ocorre de modo pacífico. Dito de outra forma, trata-se de um espaço de disputa entre interesses conflitantes de grupos políticos e econômicos. A principal crítica das alas liberais, tanto de ordem política quanto acadêmica, prega que tais agências, fundamentalmente as três maiores, criaram um poderoso oligopólio no mercado de classificação – justamente pelo arranjo, que estabeleceu regras rígidas para regulação das agências na categoria NRSRO, restringindo a entrada de novos competidores no mercado – e por meio de incentivos governamentais criam uma demanda artificial por seus *ratings*. Grupos de pressão, como *Catho Institute* – *think tank* reconhecidamente por suas proposições fundadas no libertarainismo de Hayek – ou *The Library of Economics and Liberty Foundation*, defendem que haja uma nova reforma regulatória que reduza o peso das agências de *rating* nos mercados (Ekins; Calabria, 2012).

Outra crítica ao modelo regulatório das agências de *rating* praticado nos Estado Unidos é a suposta distorção de seu uso. O argumento recorrente nos artigos e *posts* do *Catho Institute* diz respeito às regras que, ao invés de incentivar os investidores a tomarem as melhores decisões, na verdade, da forma como são postas no “jogo”, os incentivam a tomar em conta as altas classificações, sem averiguar se tratam de investimentos de qualidade. Assim, de acordo com as regras da SEC, muitos investidores são compulsoriamente incentivados a investir na compra de tí-

tulos com altos índices NRSRO, não importando as informações precisas sobre a qualidade deles.

Essa perspectiva explica porque as demandas pelas Agências de Classificação de Risco não declinaram mesmo após a emissão dos altos *ratings* da World.Com e Enron, para ficar nestes exemplos, que em curto período de tempo se mostraram inconsistentes, revelando grandes escândalos e as falências anunciadas.

Uma das críticas que adquiriu muita aderência e permanece aquecida no debate publicizado – primeiramente nos principais jornais, e em seguida amplamente reverberada em outros canais como blogosfera, rádios, atingindo até mesmo um posicionamento de membros da academia, forçando intelectuais e especialistas a se manifestarem publicamente – foi a de que haveria um conflito de interesses inerente e incontornável entre as agências e seus clientes (Johnson, 2010; Nocera, 2011; The Guardian, 2011; Popper, 2013; Shecter, Tedesco, 2014; CFR.ORG STAFF, 2015).

Duas narrativas de justificação são postas em debate. A primeira em relação à forma que se dão os contratos entre as agências e as organizações interessadas em ser avaliadas. A segunda diz respeito à organização interna das agências e os modelos de remuneração dos analistas e representantes das agências.

Isso porque o modelo atual adotado pelas agências, ao menos pelas *Big Three*, é o “emitente-pagador”, ou *issuer pays model*. Nesse modelo de negócio, o contrato é firmado entre o emissor de um título e a(s) agência(s) de classificação de risco. Ou seja, cabe ao *emissor* o pagamento às agências pelo serviço, primeiramente de segurança da classificação inicial, bem como para as avaliações que se seguirão. O público (e os investidores) pode, então, aceder a essas classificações de forma gratuita. Esse modelo ganhou popularidade na década de 1970. Até então o modelo dominante era o “assinante paga”, *subscriber-pays*, em que os investidores pagavam pelo acesso às classificações.

Do ponto de vista de uma sociologia pragmática, são as rupturas que oferecem indícios sugestivos para analisar o mundo. São nesses momentos em que as fissuras revelam as tensões normativas subjacentes. As crises, tais como os escândalos (Grün, 2008a; 2008b), são casos exemplares de momentos críticos nas quais as concepções de moral e justiça, convergentes e divergentes afloram, explicitando a fragilidade dos arranjos sociais, problematizando o lugar, a natureza e a ordem (ou as grandezas) das pessoas e dos objetos (Correa; Dias, 2016).

Se, por um lado, as crises financeiras nos auxiliam na compreensão das tomadas de posição e disposições dos agentes, expondo falhas, e a possibilidade de polarizações, e até mesmo a possibilidade de uma virada cognitiva (Grün, 2011; Fligstein, 2001; Fligstein, Goldstein, 2010; MacKenzie, 2009; 2011), por outro, elas também podem produzir o fortalecimento das instâncias de controle.

Em resposta aos ataques maciços de mídias, e das ações judiciais movidas pelo Ministério Público norte-americano e de outros países, as agências estabeleceram como retórica de defesa que suas classificações eram meramente ‘opiniões’ comparativas sobre risco de crédito, negando veemente que se tratassem de recomendações para comprar, vender ou manter determinados títulos financeiros (Gonzalez et al., 2004), equivalente também para que não se dirija a adequação de um determinado produto/investimento financeiro para um investidor particular (Gras, 2003; Investidores da Moody’s Serviço de 1991; Peters2001, citados por Kruck, 2011).

Ao insistir que suas grades de avaliações são nada além de expressão de opiniões, as agências se protegeram pelo Direito Constitucional Norte-americano que garante a liberdade de expressão. Desse modo, as agências passaram a divulgar em seus relatórios, *rankings* e grades de avaliação que todos estes produtos e dispositivos são “opiniões informadas”, negando qualquer responsabilidade jurídica eficaz sobre suas emissões.

Muitas das ações judiciais, inclusive aquelas acionadas pelo Ministério Público norte-americano, estabeleceram como argumentação o fato das agências agirem não por mera 'negligência', mas por 'imprudência', o que constitui um arbitrário, altamente controverso, que coloca um ônus muito alto aos requerentes das ações (para uma discussão detalhada jurídica, consultar Kruck, 2011).

No entanto, há um elemento crítico nessa situação: enquanto as agências de notação de crédito afirmam que as determinações da classificação são opiniões, simultaneamente procuram objetivar e oferecem seus pontos de vista como 'fatos' quando seus dispositivos são acionados para uso regulatório, seja via *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs), seja pelas diretrizes propostas pelos acordos de Basileia, mascarando a temporariedade e responsabilidade inerentes ao processo de classificação (Sinclair, 2005).

Para autores como Kerwer (2005) e Kruck (2011) assumir essa posição representa um 'gap de responsabilidade' (Kerwer, 2005, p. 455). No entanto, o fato que se coloca é como esse fenômeno constituiu para Estados, sociedades e para instituições econômico-financeiras uma espécie de desafio através do qual foi respondido por meio do acúmulo e adensamento de medidas de institucionalização e padronização das avaliações sobrevalorizando as classificações das agências.

Um importante elemento a ser apreciado quando se estuda fenômenos de ordem financeira e mercados, ao qual pesquisadores devem estar atentos, especialmente quando se importa literatura e outras produções científicas, é que o mercado norte-americano constituiu um sistema de financiamento maduro e um sistema de transferência e controle de risco imaturo. Mackenzie, Fligstein, por caminhos diferentes e mobilizando arsenais heurísticos distintos, descrevem e assinalam bem esse processo. No caso brasileiro, onde ambos os sistemas estão em processo

de institucionalização, que essas experiências sirvam para uma percepção crítica dos caminhos que se está perseguindo.

Assim, de modo a concluir, para retomar novamente Fourcade (2012) e Thévenot (2009), todas as construções sociais, particularmente quando elas têm por trás a força da lei, são reais em seus efeitos, alinhando de algum modo interesses individuais, sustentando alguns tipos de subjetivação, racionalização, práticas e crenças – e excluindo outras – e beneficiando determinados grupos.

## 6 Considerações Finais

Construções de sistemas de classificação através dos quais objetos/coisas são identificados, reconhecidos e valorados no mundo social não são objetos de interesse recente das ciências sociais, e muito menos restrito aos espaços econômico e financeiro. Abordadas enquanto fato social, as classificações produzidas pelas agências são, sem dúvida, um tradicional problema Durkheimiano. E essa, sem dúvida, continua a ser uma motivação sociológica legítima: entender quais são as bases sociais através das quais se produz julgamentos sobre o mundo. Dito de outro modo, trata-se de compreender os fundamentos sobre as quais se definem esquemas de percepção, valoração, ordenamento, sentimento e ação.

Assim, esse movimento de objetivação de percepções e avaliações sintetizadas em um conjunto definido de signos, no caso das classificações produzidas pelas agências, não se refere apenas à descrição condensada de situações econômicas. Esse tipo de objetivação encerra uma forma de transmissão e comunicação que se espalha por distintos domínios da vida social (Desrosieres, 2008; Thévenot, 2009). *Ratings*, escalas, modelagens são todas dimensões, ou faces, da racionalização de um modelo cultural de pensar, organizar, valorar e regular o mundo à nossa volta.

Trata-se, portanto, de um investimento estatal na objetivação de percepções e avaliações, sintetizadas em um conjunto definido de signos, resultando na criação de uma nova forma de transmissão e comunicação que definitivamente não se encerra em si. Podemos supor que no mercado de bens linguísticos, as estatísticas, *ratings* ou escalas e modelagens se tornaram a língua franca, o ‘idioma’ legitimado pelos mundos científico e estatal, e positivamente incorporado pelo campo das finanças como um bem cultural (Desrosières, 2008).

De acordo com Thévenot (2009) vivemos o período *governing by standards*. Ou seja, as sociedades contemporâneas se engajaram em um modelo de governança pautado pela produção de garantias públicas (publicizadas) produzidas por entidades qualificadas, por mecanismos e instrumentos de regulação e objetividade, os *standards*. Trata-se de um discurso de autoridade (Bourdieu, 1982 citado por Ortiz, 2003), com uma capilaridade e influência cada vez maior na sensibilidade de Estados, Governos e mercados; desdobrando-se em distintas esferas da vida social, seja no sistema de crédito bancário que incorpora ou exclui estratos sociais, seja na definição dos patamares iniciais para pesquisas biotecnológicas sobre câncer, por exemplo, seja ainda na elaboração de *rankings* de cursos universitários (Thévenot, 2009; Fourcade, 2013a).

No entanto, assumir apenas esse ponto de vista empobrece o desenho analítico. Há que se mover o foco analítico para dimensões mais tênues e sensíveis como, por exemplo, como se constroem as institucionalidades cognitivas através desses dispositivos performáticos como as avaliações; qual a relação deste sistema com o que cidadãos comuns interessados, agentes de mercado, mídias ou burocratas estão identificando como sendo a noção de risco? Qual a relação entre a objetividade do sistema classificatório das agências com a subjetividade, percepção e apreciação desses outros grupos? Isso requer uma estratégia que leve em conta também o “repertório cultural nacional” (Lamont &

Thèvenot, 2000) e o modo como as estruturas dos dispositivos são assimiladas e orquestradas localmente, ou seja, as soluções políticas encontradas (Lenoir, 1996). Esses são, portanto, caminhos possíveis para continuidade de novos trabalhos no campo de estudos dos dispositivos relacionados à classificação de risco de crédito soberano.

## Referências

BACEN. BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Evolução do Sistema Financeiro Nacional**, 2013. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/deorf/r199812/texto.asp?idpai=revsfn199812>. Acesso em 09 maio 2017.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS) **Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basel Accord**, Basel: Bank for International Settlements, 1999a.

\_\_\_\_\_. **A New Capital Adequacy Framework: 1st Consultative Paper Issued by the Basel Committee on Banking Supervision**, June, Basel: Bank for International Settlements, 1999b.

\_\_\_\_\_. **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Edition**, Basel: Bank for International Settlements, 2006.

BICHOFFE, Ana C. Mais que uma razão econômica: apontamentos sobre a constituição do mercado de títulos da dívida pública brasileira. **Revista Política & Sociedade**, Florianópolis. v. 15, n. 33, p. 218-52, 2016.

BLOCK, F. L. and SOMERS, M. R. **The Power of Market Fundamentalism: Karl Polanyi's Critique**. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 2014.

BOURDIEU, P. **Sobre a televisão**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1997

\_\_\_\_\_. **Sobre o Estado: Cursos no Collège de France (1989-92)**. São Paulo: Cia das Letras, 2014.

BRANDIMARTE, W. Brazil downgraded to junk rating by S&P, deepening woes. **Business News Reuters**. Disponível em: <http://www.reuters.com/article/us-brazil-ratings-s-p-idUSKCN0RA06120150910>. Acesso em 06 jan. 2017.

CALLON, M. Introduction: the embeddedness of economic markets in economics. **Sociol. Ver**, v. 46, p.1-57, 1998.



\_\_\_\_\_. Entrevista com Michel Callon: dos estudos de laboratório aos estudos de coletivos heterogêneos, passando pelos gerenciamentos econômicos. **Sociologias**, Porto Alegre, n. 19, p. 302-21, Jun. 2008.

CAVENAGHI, F. Identificação de novos formatos institucionais na atuação do BNDES do ponto de vista das normas de prudência bancária. In: Maria Chaves Jardim (Org.). Série Temas em Sociologia - N.8 **MercadoS: Nem Sagrado, nem Profano**. 1ed. Araraquara - SP: Cultura Acadêmica Editora, 2015, v.8, p.81-116

CFR.ORG STAFF. **The Credit Rating Controversy**. Disponível em: <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328>. Acesso em 27 Set. 2015.

CHETTY, R.; FINKELSTEIN, A. Connecting Theory to Data in Analyzing Social Insurance. **Working paper**. 2012. Disponível em: [http://eml.berkeley.edu/~burch/Chetty\\_Finkelstein\\_handbook\\_Nov\\_2011.pdf](http://eml.berkeley.edu/~burch/Chetty_Finkelstein_handbook_Nov_2011.pdf). Acesso em 12 jun. 2015.

CORREA, D. S.; DIAS, R. C. A crítica e os momentos críticos: de *La Justification e* a guinada pragmática na sociologia francesa. **Mana**, Rio de Janeiro, v.22, n.1, p.67-99, abr. 2016.

DAVIS, G. F. **Managed by the markets: How finance re-shaped America**. New York: Oxford Press, 2009.

DAVIS, G. F.; KIM, S. Financialization of the Economy. **Annu. Rev. Sociol.**, v. 41, p. 203–21, 2015.

DESROSIÈRES, A. Pour une sociologie historique de la quantification: l'argument statistique I. **Presses de L'École des mines**, 2008.

\_\_\_\_\_. Michel Callon, Michel Foucault and the “dispositif”: When economics fails to be performative: A case study. **Le Libellio d'Aegis**, v.6, n.4, p.27-37, 2010.

EKINS, E. McC.; CALABRIA, M. A. Regulation, Market Structure, and Role of the Credit Rating Agencies. CATO INSTITUTE, **Policy Analysis** n. 704. 2012. Disponível em: [object.cato.org/pubs/pas/PA704.pdf](http://object.cato.org/pubs/pas/PA704.pdf). Acesso em 22 jul. 2014.

FLIGSTEIN, N. **The transformation of corporate control**. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 2001.

FLIGSTEIN, N; GOLDSTEIN, A. **The anatomy of Mortgage Securitization Crisis**. 2010. Disponível em <http://sociology.berkeley.edu/profiles/fligstein/pdf/The%20Anatomy%20of%20the%20Mortgage%20Securitization%20Crisis5.pdf>.

FOURCADE, M. THE VILE AND THE NOBLE: On the Relation between Natural and Social Classifications in the French Wine World. **Journal of the Midwest Sociological Society**. The Sociological Quarterly v. 53, p. 524–45, 2012.

\_\_\_\_\_. The material and symbolic construction of the BRICs: Reflections inspired by the RIPE. **Special Issue Review of International Political Economy**, v. 20, n. 2, p. 256-67, 2013a. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2013.779408>>. Acesso em: 08 abr. 2015.

\_\_\_\_\_. The Problem of Embodiment in the Sociology of Knowledge: Afterword to the Special Issue on Knowledge in Practice. **Qualitative Sociology**, v. 33, n. 4, p. 569-74, dez. 2010.

\_\_\_\_\_. State Metrology: The Rating of Sovereigns and the Judgment of Nations. In: MORGAN, K.; ORLOFF, A. **The Many Hands of the State**, Cambridge UP, 2017.

FRIEDEN, J. The Governance of International Finance. **Annu. Rev. Polit. Sci.**, 2016. Disponível em: <[www.annualreviews.org](http://www.annualreviews.org)>. Acesso pela Tulane University em 20 abr. 2016.

\_\_\_\_\_. The uses and abuses of sovereign credit ratings. 2010 **IMF Global Financial Stability Report**. 2010. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/index.htm>

FURTADO, C. M. **O Brasil pós-“milagre”**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1981.

GIAMBIAGI, F.; GARCIA, M. **Risco e regulação**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

GONZALEZ, F; HAAS, F; PERSSON, M; TOLEDO, L; VIOLI, R; WIELAND, M; ZINS, C. Market Dynamics Associated with Credit Ratings: A Literature Review, **ECB Occasional Paper**, n. 16, Frankfurt/M.: European Central Bank, 2004.

GRÚN, R. Crise Financeira 2.0: Controlar a Narrativa & Controlar a Desfecho. **Dados**, Rio de Janeiro, v.54, n.3, pp.307-35, 2011.

\_\_\_\_\_. Escândalos, marolas e finanças: para uma sociologia da transformação do ambiente econômico. **Dados**, Rio de Janeiro, v.51, n.2, 2008a.

\_\_\_\_\_. Guerra cultural e transformações sociais: as eleições presidenciais de 2006 e a “blogosfera”. **Sociedade e Estado** v.23, p.621-66, 2008b.

\_\_\_\_\_. **Decifra-me ou te devo: O Brasil e a dominação financeira**. São Paulo: Alameda, 2015.

HAAN, J; AMTENBRINK, F. Credit Rating Agencies. De Nederlandsche Bank. **Working Paper No. 278**. Jan. 2011. Disponível em: [https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20278\\_tcm47-246556.pdf](https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20278_tcm47-246556.pdf). Acesso em 04 jun. 2015.

HACKING, I. **The Emergence of Probability: A Philosophical Study of Early Ideas about Probability, Induction and Statistical Inference**. Cambridge: Cambridge University Press, 1975.

\_\_\_\_\_. **The Taming of Chance**. Cambridge; Cambridge University Press, 1990.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF). **Handbook On Securities Statistics**, 2011. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/sta/.../hbook.htm>>. Acesso em: 12 out. 2015.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO). **Code Of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies**. 2011. Disponível em: <[www.iosco.org/library/pubdocs/.../IOSCOPD180.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/.../IOSCOPD180.pdf)>. Acesso em: 10 out. 2015.

JOHNSON, K. Reaching the Gatekeepers – Do We Have to Abandon the Issuer Pay Model for Credit Rating Agencies?. **Corporate Justice Blog**. 2010 Disponível em: <http://corporatejusticeblog.blogspot.com.br/2010/04/reaching-gatekeepers-do-we-have-to.html>. Acesso em: 27 set. 2015

KEDIA, B. L; RHEW; N. D.; GAFFNEY, N. T.; CLAMPIT, J. A. Emerging Market Multinationals: Coopetition for Global Growth. **Thunderbird International Business Review**, v. 58, n. 6, p. 515–26, nov/dez, 2016.

KERWER, D. Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies. **Governance**, v. 18, n. 3, p. 453–75, 2005.

KNORR-CETINA, K; BRUEGGER, U. Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets. **American Journal of Sociology**, v. 107 p. 905-50, 2002.

KRUCK, A. **Private ratings, public regulations: credit rating agencies and global financial governance**. New York: Palgrave Macmillan, 2011.

LAMONT, M.; THÉVENOT, L. (Orgs.) **Rethinking comparative cultural sociology: repertoires of evaluation in France and the United States** Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

LENOIR, R. Objeto sociológico e problema social. In: CHAMPAGNE, P. *et al.* **Iniciação à prática sociológica**. Petrópolis, RJ: Vozes, 1996.

MACKENZIE, D. The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge. **American Journal of Sociology**, v. 116, n.6, p. 1778-1841, 2011.

\_\_\_\_\_. **Material markets: how economic agents are constructed**. Oxford/ New York: Oxford University Press. 2009.

\_\_\_\_\_. Opening the black boxes of global finance, **Review of International Political Economy**, v.12, n.4, p. 555-76, 2005.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. **Debt and (not much) deleveraging**. McKinsey & Company, 2015. Disponível em: [www.mckinsey.com/mgi/publications/multimedia/](http://www.mckinsey.com/mgi/publications/multimedia/). Acesso em 12 nov. 2015.

- MEGALE, C. **Fatores externos e o risco-país**. Rio de Janeiro: BNDES, 2005.
- MENDONÇA, H. F.; VIVIAN, V. S. Public-debt management: the Brazilian experience. **Cepal Review**, n. 94, abr. 2008.
- MOREIRA, A; ROCHA, K; SIQUEIRA, R. O papel dos fundamentos domésticos na vulnerabilidade econômica dos emergentes. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **IPEA Texto para discussão: Nº 1358**. 2008. Disponível em: [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1535/1/TD\\_1358.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1535/1/TD_1358.pdf) Acesso em: 02 abr. 2016.
- MÜLLER, L. H. A. **Mercado exemplar: um estudo antropológico sobre a Bolsa de Valores**. Porto Alegre, RS: Zouk, 2006.
- NOCERA, J. The Tea Party, Take Two. **The New York Times**. 2011. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2011/08/06/opinion/the-tea-party-take-two.html>. Acesso em 22 set. 2015.
- OLEGARIO, R. **A Culture of Credit: Embedding Trust and Transparency in American Business**. Harvard Studies in Business History. Cambridge: Harvard University Press, 2006.
- ORTIZ, R. **Mundialização e Cultura**. São Paulo: Brasiliense, 2003.
- PELLANDINI-SIMÁNYI, L.; HAMMER, F.; VARGHA, Z. The Financialization of Everyday life or the Domestication of Finance?, **Cultural Studies**, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1080/09502386.2015.1017142>. Acesso em 10 ago. 2016.
- POON, M. Rating agencies. **The Oxford Handbook of the Sociology of Finance**. United Kingdom: Oxford University Press, 2012.
- POPPER, N. Fast-Growing Brokerage Firm Often Tangles With Regulators. **The New York Times**. 21 Março, 2013. Disponível em: <http://www.nytimes.com/2013/03/22/business/as-lpl-financial-expands-scrutiny-of-its-practices-intensifies.html>. Acesso em 22 mai. 2015.
- \_\_\_\_\_. Business risk auditing: debating the history of its present **Accounting, Organizations and Society**. Elsevier, v. 32. p. 379-82, 2007.
- RAPOZA, K. Brazil? Investors Better Off Elsewhere. Investing FORBES. 10 Dez. 2015. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2015/12/10/brazil-investors-better-off-elsewhere/#6b7834b93f1e>. Acesso em 04 jun. 2016.
- SARTRE, J. **A Imaginação**. Porto Alegre, RS: L&PM, 2008.
- SEC - SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Selective Disclosure and Insider Trading**. 17 CFR Parts 240, 243, and 249, Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24599, File No. S7-31-99, RIN 3235-AH82. Disponível em:

<<http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>>. Acesso em: 20 jan. 2015.

SHECTER, B.; TEDESCO, C. DBRS's new owners face era of greater scrutiny for ratings agencies. **Financial Post**. 2014. Disponível em: <http://www.financialpost.com/m/wp/blog.html?b=business.financialpost.com/2014/12/22/dbrss-new-owners-face-era-of-greater-scrutiny-for-ratings-agencies>. Acesso em: 25 set. 2015.

SHOUSA, S. Estrutura a Termo da Taxa de Juros e Dinâmica Macroeconômica no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p. 303-45, dez. 2008

SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.) **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília : Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009.

SINCLAIR, T. J. **The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness**. Cornell University Press, 2005.

SECRETARIA TESOURO NACIONAL (STN). **Classificação de risco da República Soberana do Brasil**, 2013. Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/sobre-divida-publica/classificacao-de-risco>. Acesso em 23 out. 2013.

THE GUARDIAN. Ratings agencies suffer 'conflict of interest', says former Moody's boss. **The Guardian**. 22 Ago. 2011. Disponível em: <https://www.theguardian.com/business/2011/aug/22/ratings-agencies-conflict-of-interest>. Acesso em 04 mar 2016.

THÉVENOT, L. Governing Life by Standards: A View from Engagements. **Social Studies of Science** v. 39, n. 5, pp. 793-813, out. 2009.

WHITE, L. J. Credit rating agencies: an overview. **Annu. Rev. Financ. Econ.**, v. 5, p. 93-122, 2013.

Recebido em 24/02/2017

Aprovado em 31/05/2017

