Atualidades

RATING E RISCO-PAÍS

RENATO SAMPAIO BRÍGIDO

I — Introdução. II — Agências de classificação ("rating agencies"). III — Risco-País ("Country Risk"). IV — Valor de um "rating". V — Importância do "rating" para as partes envolvidas em um investimento: A) Mitigação do risco através da estrutura do investimento; B) Monitoramento dos riscos. VI — Conclusão. Bibliografia.

I — Introdução

O debate em torno do *rating* tem recebido, no Brasil, cada vez mais atenção de investidores, analistas financeiros e, também, do público em geral. A utilização do *rating* por parte dos *market players* (tais como investidores, Bancos e analistas) é razoavelmente rotineira, já que o utilizam, diariamente, como instrumento de trabalho. Porém, o atual interesse do público brasileiro em geral parece ter se originado, em grande parte, das críticas às agências de classificação, que em períodos recentes deram "notas" ou "classificações" baixas para o Brasil, principalmente em razão do impacto que a crise argentina de 2001 traria ao desempenho da economia brasileira. Sem entrar no mérito de uma discussão sobre os motivos e considerações que levaram à redução da classificação do País em tal período, não se pode negar que o termo *rating* passou a ter maior destaque, principalmente no que se refere à sua influência — direta ou indireta — no desenvolvimento de atividades econômicas.

Ora, ao se considerar o início de um investimento ou de uma atividade econômica, uma série de análises e decisões são feitas com o objetivo de determinar as características necessárias, ou mínimas, para

que tal investimento ou atividade seja considerado desejável e atrativo para aquele que irá promovê-lo (o *investidor*). Independentemente de sua modalidade (investimento direto, no mercado de ações, instalação de uma subsidiária em outro país, financiamento etc.), o processo decisório de um investimento envolve um grande número de ponderações que variam desde o tempo necessário para recuperar o investimento feito e o início de obtenção de lucros, a obstáculos culturais que poderão ser enfrentados por investidores em outros países. Outros elementos de consideração podem, ainda, ser elencados, tais como cronogramas de implementação a serem cumpridos; custos inerentes à concretização do projeto; existência de fundos próprios ou possibilidade de obtenção de financiamentos de terceiros; riscos legais (tais como questões de ordem tributária, trabalhista e ambiental que decorram da realização do investimento); planos de contingência; garantias; ambiente regulatório do local em que a atividade será realizada; forma de operacionalização do projeto; impactos para a imagem do investidor; riscos comerciais ou inerentes ao negócio em que se traduz o investimento. Dependendo das circunstâncias específicas, os fatores acima referidos e mesmo outros, podem trazer um ônus maior ou

menor para o sucesso do projeto, influenciando diretamente na possibilidade de o mesmo ser realizado ou não.

Mais especificamente em relação a investimentos realizados em outros países — os *cross-border investments* —, podem ser citados, ainda, dois elementos de consideração: *risco-político* (golpes militares no país em que o investimento é feito; expropriação de bens e instalações pelo governo local; impossibilidade de remessa de lucros para o país do investidor etc.) e *risco-país* (considerado aqui o risco oriundo das características do país em si, como sua infra-estrutura, ambiente econômico e mercado consumidor).

A determinação do risco-político e do risco-país, bem como seu grau de influência em relação a um projeto, corresponde a um dos principais desafios enfrentados por investidores em operações a serem desenvolvidas (total ou parcialmente) no exterior. A identificação de tais riscos é crucial, já que sua ocorrência representa uma ameaça ao projeto e, dependendo de suas proporções, pode resultar na perda da totalidade do investimento, além de possíveis prejuízos adicionais.

As análises e estudos necessários para avaliar o risco-país e quais riscos-políticos afetam um investimento consomem tempo e requerem conhecimento profundo de vários aspectos do país receptor do investimento, quais sejam, sua história, geografia, ambiente político (no país receptor e em sua região no planeta), atividades dos setores econômicos (indústria, agropecuária, tecnologia etc.), recursos (naturais e outros), cultura, mercado consumidor, política de exportação e outros. Também importa conhecer os organismos multilaterais de que o país receptor do investimento faça parte (como a Organização das Nações Unidas, a Organização Mundial do Comércio etc.) e se suas regras ou princípios são efetivamente observados; conhecer os tratados internacionais de que o país seja signatário e assim por diante. Desse modo, a análise da situação geopolítica de países

localizados no Oriente Médio não poderia deixar de considerar certas disputas existentes nessa região; a probabilidade de terremotos e consequentes custos para proteger instalações industriais desse fenômeno natural não podem ser ignorados no Japão; o fato do Brasil ter declarado, no passado, moratória de sua dívida externa não passa despercebido aos investidores internacionais; conflitos existentes no continente africano representam uma preocupação para investidores. Mesmo países geralmente tidos como lugares seguros para investimentos podem vir a enfrentar problemas para atraí-los ou mantê-los em determinadas áreas da economia: atividades terroristas passaram a ser vistas sob uma nova perspectiva, principalmente nos Estados Unidos após os ataques de 11 de setembro de 2001 (aeroplanos civis direcionadas contra edifícios do World Trade Center na cidade de Nova York e contra o Pentágono, na capital americana), criando mais preocupações em diversas atividades, como aviação civil e seguros. Isso também pode ser verificado em relação à Europa, ainda mais após os atentados a bomba ocorridos em Madri, em 11 de março de 2004 (explosões ocorridas em estações de trem), gerando cada vez mais preocupações quanto a segurança, meios de transporte e correspondentes seguros.

Não só uma mera análise inicial será suficiente em determinadas situações. Dependendo das circunstâncias, será recomendável monitorar os elementos que possam influenciar o sucesso do investimento e, mesmo após seu término, a análise de um risco pode vir a ser de importância para os investidores: a repatriação de um investimento ou distribuição de bens restantes a sócios de uma *joint-venture* podem ser afetados por impossibilidade de conversão e remessa de moeda, por exemplo.

Este artigo pretende discorrer sobre o papel e influência que *ratings* a respeito de um investimento (principalmente *cross-border*) ou de um país em que se objetive localizar um projeto podem ter no proces-

so decisório sobre investir ou não em determinada atividade num dado país.¹

II — Agências de classificação ("rating agencies")²

As agências de classificação (as *rating agencies* ou *credit rating agencies*) são instituições que proporcionam uma grande variedade de serviços a investidores, Bancos e outras entidades, serviços esses que consistem, principalmente, no fornecimento de opiniões abalizadas quanto às características de um investimento, de um país ou de outro elemento por elas analisado. Assim, uma das principais atividades das *rating agencies* é proporcionar, ao investidor e a outros interessados, uma análise e opinião a respeito, por exemplo, de um projeto (apontando os itens que possam contribuir para seu sucesso ou fracasso); quais países apresentam riscos maiores para desenvolvimento satisfatório de uma operação etc. Numa analogia singela, pode-se dizer que revistas especializadas em automóveis prestam serviço semelhante àquele da agência de classificação. Tais publicações analisam as diversas características de um carro, tais como rendimento e potência do motor, consumo de combustível, estabilidade, conforto, tecnologia, desempenho dos freios e assim por diante para, ao final, chegar-se a uma opinião sobre as principais qualidades, vantagens e desvantagens do carro. Vale ressaltar que a atividade das agências de classificação pode ser feita a partir da análise de dados de conhecimento público (principalmente no caso de análise do risco-país³), ou através de dados fornecidos pelas partes envolvidas em um financiamento ou pela empresa que deseja ter

seu *rating* analisado e informado ao mercado.

A contratação dos serviços de uma *rating agency* ou de outra instituição que forneça informações e serviços similares pode ser extremamente recomendável, principalmente nos casos de investimentos de grande monta ou de alta complexidade. Há um custo envolvido na obtenção dos serviços de uma agência de classificação e incorrer em tal custo pode não ser factível toda vez que um investidor considere um projeto. Desta forma, informações tornadas públicas por certas agências classificatórias, entidades financeiras ou por associações comerciais podem constituir uma alternativa aos serviços prestados por uma *rating agency*. Além disso, estudos feitos internamente pelo próprio investidor são importantes. Um Banco, por exemplo, não necessariamente contratará os serviços de uma agência de classificação para analisar e fornecer opinião a respeito de todos os contratos de financiamento por ele promovidos. Porém, Bancos costumam apresentar sistemas internos de classificação das operações de que participa de forma não-eventual, baseados em fatores relacionados não somente a risco-país e a risco-político, mas também a riscos representados pela categoria de cliente (cabendo, aqui, mais um sistema de classificação própria, no sentido de saber qual a *qualidade* ou o *crédito* de um determinado cliente), outras pessoas envolvidas na transação (garantidores, por exemplo), capacidade da atividade econômica desenvolvida pelo tomador do empréstimo gerar lucros suficientes para pagar suas dívidas junto ao Banco etc.

Ainda nesse sentido, é interessante observar que grandes corporações — principalmente instituições financeiras — geralmente estabelecem uma lista de países com os quais, ou nos quais, devem ser evitados investimentos e operações. Tais listas podem indicar países considerados de alto risco para o sucesso de um investimento e países ou regiões em relação aos quais o governo do país de origem da instituição

1. É importante notar que *risco-político* e *risco-país* não se confundem.

2. Como exemplos de *rating agencies* podem ser citadas *Moody's Investor Services*, *Standard and Poor's* e *Fitch Ratings*.

3. Por exemplo, a notícia de que determinado país decretará a moratória de sua dívida externa terá, como provável consequência, a imediata redução de seu *rating*.

financeira (ou de sua matriz) tenha determinado ou recomendado a não realização de negócios pelos mais variados motivos como, por exemplo, embargos econômicos.

Ainda que sem qualquer pretensão maior, mesmo que um investidor não contrate os serviços de uma *rating agency* ou não procure outras fontes de informações a respeito de um país, as considerações singelas contidas neste artigo podem auxiliar a compreensão de certos riscos existentes em projetos a serem desenvolvidos no exterior. É o caso, por exemplo, das alternativas que serão apresentadas para melhorar a classificação (ou *rating*) de um investimento — mesmo não contratando os serviços de uma agência de classificação, um investidor pode adotar táticas para aumentar a segurança (ou diminuir o risco) de seu investimento, táticas que trariam, como possível consequência, a melhora do *rating* desse projeto (se fosse feito seu *rating*).

III — Risco-País (“Country Risk”)

O trabalho para se chegar à determinação de um “risco-país” pode ter diferentes aspectos, razão pela qual é importante atentar, em cada estudo a respeito, aos elementos objeto de análise. Além disso, é preciso considerar que o conceito de *risco-país* é, por vezes, confundido com o conceito de *risco-soberano* (*sovereign risk*).

A diferença entre *risco-país* e *risco-soberano* está, basicamente, em ser, este último, mais diretamente relacionado ao risco existente em operações que envolvam a participação do governo do país em que é realizado o investimento, participando tal governo como garantidor de uma operação, ou como devedor de um empréstimo. O risco-soberano abrangeria, assim, tanto a capacidade de um governo pagar sua dívida como sua intenção de realizar tal pagamento. Por sua vez, o *risco-país* está direcionado a uma visão mais abrangente do país que receberá o investimento, fazendo-se uma análise do ambiente (político, econômico, legal, social) no qual o investidor

alocará recursos financeiros e/ou outros, como tecnologia, *know-how* etc. Muitas vezes, os conceitos de *risco-país* e *risco-soberano* são utilizados como sinônimos, pois não seria de se surpreender que os *riscos-país* e *soberano* acabassem sendo iguais em relação a um mesmo país.⁴

4. “In its broadest sense, country risk can be defined as potential financial losses due to problems arising from macro-economic and/or political events in a country (...). The risks for bank loans to governments or for loans with a government guarantee are straightforward. There the analysis can be called sovereign risk analysis and is the risk that the government at some stage will be either unable or unwilling to meet its obligations. By definition the servicing of these loans is not linked to the performance of any particular project or enterprise and therefore there are only two questions: firstly, whether the government has the foreign exchange to pay, and secondly, whether it is willing to do so.

“Loans either to financial or industrial enterprises which are not guaranteed by the government can usefully be seen as subject to three levels of risk. At the micro level there is the creditworthiness of the enterprise itself in terms of its management and commercial viability. At the middle level there is the risk associated with the industry. For example, an investment or a loan to a copper mine in Africa is subject to the risk that the industry will change dramatically making the project unviable. Neither of these are the concern of the country risk analyst.

“Then at the country level there are essentially two types of risk. One is in effect identical to the sovereign risk described above and is usually called transfer risk. This is the possibility that even though the project is generating a cash flow in local currency, which is sufficient to meet obligations, the government does not have the foreign exchange available to make the foreign currency remittance for servicing the debt. In practice this risk can normally be analyzed in exactly the same way as sovereign risk provided that a non-financial concern is involved. Sovereign risk analysis is therefore identical to transfer risk analysis. In the case of a financial institution obligations may sometimes be met even while the government is rescheduling its own debts, but this usually depends on there being an independent source of foreign exchange.

“The other form of country risk affecting loans or investments in countries in the private sector is much broader (...). This is the risk of countrywide factors, economic or political, affecting the creditworthiness of the borrower. The most important risks are as follows: major devaluation; major recession; major shift in economic policy e.g. reduction of trade barriers or change in energy pricing; civil unrest; discrimination against foreign companies.

Muitas vezes é importante determinar os aspectos que sejam relevantes cobrir ao determinar o *risco-país*. Dentre outros elementos que podem ser levados em consideração nessas análises, citam-se os seguintes: situação das instituições políticas; transparência do objetivo e das decisões referentes a política econômica; organização e seriedade das instituições jurídicas; possibilidade de utilização de métodos alternativos de solução de disputas,⁵ estrutura e qualidade do mercado financeiro e de capitais; políticas de protecionismo que possam existir em relação a indústrias nacionais de determinado setor; atividades regulatórias exercidas por instituições governamentais; crescimento econômico, distribuição de renda e despesas governamentais; políticas de câmbio; reservas monetárias; mercados comuns dos quais o país participe etc.

Como exemplo, transcrevemos abaixo o risco-político de alguns países, conforme considerado pela OECD (*The Orga-*

"Some of these are mainly economic factors, others mainly political. For banks these aspects of country risk may be less significant than the sovereign/transfer risks discussed above. Banks' private sector portfolios can obviously be badly affected but in most developing countries these tend to be limited. In some countries where they have been significant the government has acknowledged responsibility for these debts. Nevertheless, if the bank operates a local branch, generalized country risk is clearly important.

"For multinational companies, however, these aspects of country risk are crucial. Transfer risk is important since it affects the remittance of profits. However, very often companies have a long time horizon and they can wait if the country is going through a difficult patch. But changes in economic and political conditions can, temporarily or permanently, eliminate profits or bring large losses. Since investments in developing countries are frequently especially difficult and costly to terminate, generalized country risk advice is critical both before an investment is made and during operations" (John Calverley, *Country Risk Analysis*, pp. 3-4).

5. Um dos métodos de solução alternativa de disputas é a arbitragem. Além da possibilidade de utilização do instituto da arbitragem no âmbito doméstico, mostra-se relevante a possibilidade de execução, no País, de sentenças arbitrais proferidas no exterior.

nization for Economic Cooperation and Development), em 24.10.2003.⁶

Argentina - 7	Equador - 7	Paraguai - 7
Bolívia - 7	Hong Kong - 2	Peru - 5
Brasil - 6	Índia - 3	Rússia - 4
Chile - 2	Iraque - 7	África do Sul - 3
China - 2	México - 3	Uruguai - 6
Cuba - 7	Nepal - 7	Venezuela - 7

Determinar o risco-país pode ser um ponto de partida para analisar o nível de risco inerente a um projeto, já que as características do país em que será localizado tende a influenciar o nível de segurança do projeto em si.

Por outro lado, o grau de influência do *rating* do país em que o investimento ou projeto específico será realizado pode sofrer alterações (melhora ou piora) dependendo das circunstâncias que envolvem o projeto, ou a forma como o mesmo é estruturado. Dentre outras dessas circunstâncias, podem ser citadas a quantidade e a qualidade de negócios e bens que um devedor possui espalhados pelo mundo (e que possam ser dados em garantia); se a matriz da empresa candidata a tomar um empréstimo está localizada em país diferente daquele para o qual será direcionado o investimento, e medidas adotadas para a melhora do *rating* de um projeto — tal é o caso, por exemplo, dos investimentos cobertos por seguros de risco-político, como aqueles disponibilizados pela MIGA (*Multilateral Investment Guarantee Agency*) e pela americana OPIC (*Overseas Private Investment Corporation*).

Condições de infra-estrutura e do mercado consumidor também precisam ser consideradas a fim de ser determinado o grau de probabilidade de retorno satisfatório do investimento. Um empréstimo a empresa que consuma altas quantidades de energia,

6. Website da OECD, em 28.10.2003, <<http://www.oecd.org/dataoecd/47/29/3782900.pdf>>.

por exemplo, pode ter seu custo alterado em razão do risco oriundo do fato de tal empresa estar localizada em país com deficiências, ou não, em sua estrutura de geração e distribuição de energia elétrica.⁷

O objetivo da análise de um risco-país consiste, portanto, em obter uma opinião sobre se determinado investimento encontrará um ambiente favorável para seu sucesso. Em outras palavras, se determinado país representa um lugar seguro para se investir ou financiar um projeto.

IV — Valor de um “rating”

Uma classificação (ou *rating*) satisfatória para um projeto específico — projeto em relação ao qual serão emitidos, por exemplo, instrumentos de dívida ou do qual pretende-se sejam originados recursos para pagamento de empréstimos — aumenta a probabilidade desse projeto ser considerado elegível como objeto de investimento por pessoas (jurídicas ou físicas) que tenham recursos disponíveis para aplicação. Essa mesma consideração pode ser utilizada em relação ao *risco-país*: o melhor *rating* do país “A” torna-o mais atrativo para investimentos do que o país “B”, que tenha recebido um *rating* pior (lembrando-se, sempre, que o *rating* de um país influencia o *rating* do projeto em si). Desta forma, a classificação de risco de um país impacta nos custos de uma transação ou investimento a ser nele realizado.⁸

7. Não podem ser desconsideradas, por exemplo, crises energéticas como a ocorrida no Brasil, em 2001, ameaçando o funcionamento ideal de diversos setores da economia.

8. Cada agência de crédito possui seu próprio sistema de classificação e consideração de cada tipo de risco. Um dos métodos utilizados para expressar as opiniões de uma *rating agency* vale-se da combinação de letras: AAA ou C, por exemplo. Apesar de mais de uma agência de classificação poder utilizar um mesmo sistema de “notas” (como a utilização de letras), o significado de tais resultados pode demonstrar diferentes conclusões em relação a um mesmo risco ou investimento. O fato de duas agências de

O *rating* consiste, basicamente, em uma *opinião* abalizada a respeito de um determinado assunto.⁹ Ou seja, o *rating* apresentado não pode ser considerado o resultado de uma fórmula matemática específica e absoluta; há uma grande discricção ou subjetividade dos analistas na consideração e apresentação dos resultados de seus estudos. Por esta razão, ao analisar as conclusões das agências de *rating* ou de estudos realizados por equipes próprias do investidor, é de suma importância verificar e entender a metodologia utilizada por quem as elaborou, seu escopo na análise e método de notas utilizado, a fim de se entender corretamente o conteúdo da informação assim transmitida ao investidor.¹⁰ A mensagem contida no *rating* atribuído a um projeto ou a um país deve ser clara, de modo a ser completamente absorvida por seu destinatário. Segue, abaixo, trecho contido no *website* da Moody’s:

“Ratings play an important role in today’s capital markets. They help to foster the dramatic growth, the stability, and the efficiency of international and domestic markets, which now encompass more than \$80 trillion of rated bonds and other fixed-income securities.

“The ultimate value of a rating agency’s contribution to that market efficiency depends on its ability to provide ratings that

classificação conferirem a mesma nota a um projeto (BB, por exemplo) não significa que essas agências tenham a mesma opinião. Será necessário verificar as metodologias individuais de cada agência para entender o risco que cada uma considera existir num investimento.

Há várias agências de risco no mercado, a maioria das quais publica suas opiniões sobre riscos de longo prazo (*long-term risk*) usando as notas AAA a C, que têm sido padrão no mercado desde sua introdução por John Moody, em 1909 (v. *The Same Rating from Different Agencies Only Looks the Same*, em <<http://www.moody.com/moodys/cust/static-content/2000200000265909.asp?section=about&topic=understanding&link=y>>, em 4.4.2004).

9. O *rating* não é, nem deve ser considerado, uma garantia das agências de classificação.

10. V., a respeito, *The Same Rating...*, cit. *supra*, nota 8.

are clear, credible, accurate risk opinions based on a fundamental understanding of credit risk. To provide a reliable frame of reference for investment decisions, the agency's ratings should offer broad coverage and also be based on a globally consistent rating process, supported by rating committees with a multi-national perspective.

"When ratings meet investors' needs for reliable risk assessments, their value also extends to borrowers seeking flexible, economical funding in the capital markets, and to intermediaries, regulators, savers, governments, economists, the financial media, and a host of other market participants and observers (...)"¹¹

Essa passagem mostra, também, a importância que um *rating* apresenta para a parte que receberá o investimento (como o mutuário em um empréstimo bancário). Um investimento com bom *rating* poderá, por exemplo, apresentar uma taxa menor de juros ou, então, tornar desnecessária a prestação de garantias de mesma qualidade das que seriam solicitadas caso o *rating* da operação em questão fosse inferior. Prevalece, assim, a máxima de que quanto menor o risco de um investimento, menor seu custo.

V — Importância do "rating" para as partes envolvidas em um investimento

O *rating* de um projeto (ou do país onde será desenvolvido) corresponde a um item adicional na análise feita por um investidor a respeito das características da atividade de que poderá participar, principalmente se esse *rating* for elaborado por um terceiro, tal qual uma agência de classificação (*rating agency*). Apesar do *rating* não ser (e não dever ser considerado) uma garantia, ele apresenta um conjunto de im-

portantes informações e opiniões que podem ser utilizadas no processo decisório de um investimento. Um Banco, por exemplo, dependendo de seu perfil de atuação (mais ou menos arrojado) provavelmente será mais favorável ao financiamento de projetos em países que tenham recebido classificação satisfatória por uma agência de *rating* de renome do que num país que tenha recebido uma classificação pior. Uma classificação baixa não significa, porém, o impedimento do investimento. Tudo dependerá do nível de risco que um investidor esteja disposto a assumir (conforme mencionado, não pode ser esquecida a máxima de que quanto maior o risco, maior a previsão de retorno).

O *rating* também é importante se considerada a perspectiva do devedor. Tomando-se o caso de um empréstimo como base, uma boa classificação aumenta a probabilidade de aprovação do financiamento desejado, aumentando também a margem de negociação dos termos do respectivo contrato (um Banco, por exemplo, pode considerar desnecessário exigir linguagem mais restritiva num contrato ligado a um financiamento de *rating* alto, diferentemente da que seria utilizada em contratos relacionados a financiamentos com baixa classificação). O tomador de recursos poderá, inclusive, adaptar a estrutura originalmente pretendida para um financiamento com o escopo de atingir um *rating* (ou nível de risco) considerado aceitável para aquele que disponibilizará os recursos financeiros.

Além da necessidade de determinação do *rating* de um investimento por iniciativa das partes nele envolvidas, sua obtenção pode ser necessária para atendimento de exigências de ordem legal ou regulatória. É o caso, por exemplo, do requisito constante da Instrução 404, de 13.2.2004, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).¹²

11. Website da Moody's (28.12.2003), *The Truth About Credit Ratings*, em <<http://www.moody.com/moody/cust/staticcontent/2000200000265984.asp?section=about&topic=understanding&link=y>>.

12. A Instrução CVM 404/2004, publicada no *DOU* em 19.3.2004, dispõe sobre o procedimento simplificado de registro e padrões de cláusulas e condições que devem ser adotados nas escrituras de

Este normativo submete o deferimento do registro de distribuição de debêntures padronizadas a análise simplificada de documentos e informações submetidas à CVM, sendo que o pedido de registro deverá apresentar, dentre outros documentos, “relatório elaborado por agência classificadora de risco em funcionamento no País”.¹³ Entende-se que o objetivo da CVM, ao fazer tal exigência, é o de obter opinião abalizada de um terceiro (agência de risco) sobre a qualidade do investimento representado pelas debêntures submetidas a registro, bem como fazer com que prevaleçam o interesse público, adequada informação e proteção ao investidor (*caput* do art. 3º da Instrução CVM 404/2004).

O *rating* de um projeto combina a análise de vários elementos como, por exemplo, risco de crédito, risco-país, risco-sobrerano e risco-político. Também englobará aspectos relacionados às partes envolvidas no projeto e as características e circunstâncias em que as atividades que darão origem aos lucros do investimento serão realizadas (no caso de emissão de papéis no mercado internacional, por exemplo, são pontos importantes saber qual a empresa emissora, suas principais atividades, se tais atividades podem ser exercidas de modo consistente até a data de vencimento dos títulos, quem controla a emissora, qual a influência do governo local em relação à emissora e suas atividades, qualidade de seus dados financeiros etc.). Conseqüentemente, o risco do projeto pode variar se os riscos relacionados a ele forem alterados no início ou durante o prazo do investimento (conforme referido, riscos-políticos podem variar no correr do tempo; da mesma forma, riscos de crédito podem sofrer modificações em razão de outros fatores).

A possibilidade dos *ratings* serem alterados traz consigo duas importantes con-

siderações: (i) alteração do *rating* de um projeto através de suas especificidades (mitigação do risco através da estrutura do investimento), aumentando suas chances de ser elegível como receptor de fundos, e (ii) monitoramento do *rating* durante o prazo do projeto.

A) Mitigação do risco através da estrutura do investimento

Para determinar as alternativas de redução de riscos que influenciam um investimento, deve ser considerada a estrutura deste e os riscos geradores de maior preocupação. No caso de projeto altamente influenciado por risco-político, por exemplo, uma série de recursos pode ser usada na tentativa de mitigá-lo para, conseqüentemente, ter a chance de melhorar o *rating* do investimento.

Primeiramente, os riscos-políticos que influenciam o *rating* de um projeto podem ser reduzidos, com a conseqüente melhora de sua classificação, se os pagamentos ou retornos devidos ao investidor estrangeiro forem menos afetados pela existência de fronteiras. Assim, estruturar o projeto de tal forma que o pagamento a ser feito ao investidor se dê a partir de seu próprio país de origem ou, então, a partir de países que não costumam criar barreiras à transferência de fundos ao credor, são possíveis alternativas, assim como contratar o pagamento através de cartas de crédito (*letter of credits*¹⁴). Instrumentos de garantia emitidos por entidades localizadas no mesmo país de origem do investidor (ou, como já mencionado, em países que não apresentam obstáculos significantes à transferência de fundos ao investidor) podem ser uti-

emissão de debêntures destinadas a negociação em segmento especial de Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado.

13. Instrução CVM 404/2004, art. 3º, II, b.

14. A UCP 500 dispõe, em seu art. 2º, serem as cartas de crédito (dentre outras características) um acordo pelo qual o Banco emite, agindo a pedido e de acordo com instruções do tomador (ou em seu próprio interesse), obriga-se a efetuar um pagamento ao beneficiário (ou à ordem desse beneficiário), ou obriga-se a aceitar e pagar saques emitidos pelo beneficiário.

lizados na estrutura de uma operação — uma das garantias que podem ser consideradas é aquela emitida pela “empresa-mãe” ou controladora, a fim de garantir as obrigações de sua subsidiária estrangeira. A *standby letter of credit* é outro instrumento de garantia bastante utilizado em transações internacionais — além da segurança para o credor, decorrente do fato de o pagamento ser feito por um Banco, esse tipo de garantia mitiga o receio advindo do possível fato de o devedor ser desconhecido ou não possuir um histórico de transações com o credor. Outra modalidade para redução de risco-político é a contratação de seguros que cubram tais tipos de eventos — é o caso dos seguros oferecidos por OPIC, MIGA (já mencionados) e outras entidades, inclusive instituições financeiras privadas. Por fim, cabe mencionar que outras formas de redução de risco existem¹⁵ ou podem ser criadas com o objetivo de facilitar ou possibilitar a realização de um investimento. Boa parte dessas soluções é alcançada através de estudos e considerações feitas por instituições financeiras (e seus advogados), tornando possível a criação de novas alternativas de investimento e geração de divisas.

B) Monitoramento dos riscos

A segunda consideração corresponde ao monitoramento dos riscos analisados. A razão para esse acompanhamento reside na possibilidade de mutação das condições anteriormente existentes: riscos anteriores podem deixar de existir ou novas ameaças ao sucesso de um investimento podem surgir. Situações há, por exemplo, em que determinado fato aumenta ou diminui a probabilidade de concretização de certo risco, seja este um risco-político (como guerra entre dois países) ou um risco de crédito

15. Por exemplo, a estrutura do empréstimo sindicalizado (*syndicated loan*), através da qual vários Bancos contribuem para o financiamento de uma mesma atividade, pode ser utilizada não somente para a redução de risco-político de um empréstimo, mas também para a redução de risco de crédito envolvido.

(como o início de ação judicial contra o tomador de um empréstimo que, se decidida contra ele, poderá afetar sua capacidade financeira e, conseqüentemente, sua habilidade em pagar principal e juros de um financiamento). Em outras palavras, mostra-se importante para um investidor saber se certo projeto continua a apresentar o mesmo nível de risco que apresentava em seus momentos iniciais ou se aumentaram os riscos do seu sucesso para que, se necessário, sejam adotadas medidas para proteção do investimento.¹⁶ No caso de um empréstimo, possíveis medidas incluiriam a renegociação de seus termos, assim como a exigência de garantias ou novas garantias (nesse caso, torna-se de grande valia as declarações e obrigações contratuais em que, por exemplo, é exigido o fornecimento de novas garantias na ocorrência de diminuição do nível financeiro do devedor ou de seu próprio *rating*).

Pode-se monitorar o nível de risco de um investimento mediante a atualização periódica da análise do projeto (ou de fatores a ele relacionados) por uma agência de classificação ou, então, através de equipes especializadas do próprio investidor (como departamentos de crédito de um Banco). A constante atualização não se mostra de interesse somente em projetos específicos, mas também em relação a empresas ou entidades que queiram demonstrar a terceiros que suas condições financeiras ou operacionais apresentam características satisfatórias. Exatamente por isso, uma empresa que seja objeto de análise de classificação (uma empresa administradora de recursos — *asset management company* —, por

16. “In any given year, some 10 percent of Moody’s ratings are adjusted to reflect fundamental changes in credit risk. Our ongoing studies of rating transitions provide capital market participants with indications of the probability that an issuer at any given rating level will be upgraded to any higher rating or downgraded to any lower rating” (*website da Moody’s*, em 27.12.2003, <<http://www.moody.com/moodys/cust/staticcontent/2000200000265989.asp?section=about&topic=understanding&link=y>>).

exemplo) normalmente concordará em fornecer informações e assistir uma agência de classificação de forma continuada, a fim de que qualquer alteração relacionada aos riscos ou condição financeira dessa empresa sejam imediatamente verificados e informados a seus clientes e investidores.¹⁷ Aliás, é razoável admitir que as agências de classificação obtenham da empresa objeto de análise o fornecimento continuado de informações (ou que a *rating agency* tenha acesso contínuo à empresa objeto de análise e a seus dados) — porque o principal patrimônio de uma agência de classificação é sua credibilidade, a confiança que seus clientes e o mercado como um todo tem em suas opiniões.¹⁸

Essa análise constante poderia, em princípio, ser vista como contrária aos interesses da empresa objeto de classificação já que, por exemplo, poderá tornar-se de conhecimento do mercado que sua nota de classificação foi diminuída. Uma análise constante servirá, todavia, aos interesses da empresa sujeita à classificação na medida em que uma das razões para uma empresa buscar os serviços de uma *rating agency* consiste em fornecer ao mercado, através da opinião de um terceiro especializado nesse tipo de análise, informações sobre sua qualidade, seriedade e padrões de funcionamento. No caso de uma *asset management company*, por exemplo, é importante que o mercado saiba que ela possui um bom *rating*. Informação nesse sentido tende a aumentar a confiança de seus clientes, bem como a atrair novos negócios. Além disso, a obtenção de *rating* superior ao de um concorrente pode trazer vantagens significativas para a empresa objeto de classificação.

17. Invariavelmente surgem questões a respeito de confidencialidade de informações durante as negociações entre a agência de classificação e a empresa objeto de análise.

18. "An agency's value in the market place derives from its credibility with investors. And it is precisely that investor confidence which enables borrowers to maintain access to the capital markets over time" (*website* da Moody's, em 27.12.2003, cit.).

Um credor também poderá tentar manter controle sobre a qualidade do projeto por ele promovido valendo-se, para tanto, de termos contratuais. Tal seria o caso de cláusulas determinando o fornecimento de demonstrações financeiras periódicas pelo devedor, aviso imediato de eventos ou circunstâncias que ameacem sua saúde financeira, ou outros termos e condições semelhantes, que podem auxiliar um Banco (ou outro tipo de investidor) a verificar não somente se o devedor cumpre suas obrigações contratuais, mas também se o risco representado por tal investimento continua a ser o mesmo existente quando de seu início.¹⁹ Provisões contratuais dispoem sobre a possibilidade de representantes do credor visitarem as dependências do devedor, ou de que questionários enviados à empresa devedora sejam respondidos, também podem ser inseridas em contrato celebrado entre as partes. Isso não quer dizer, entretanto, que não existam problemas em relação a essas disposições contratuais: (a) tempo e pessoal do credor terão que ser alocados para essa atividade de obtenção de informações e de determinação de seu significado; (b) mesmo que auditadas por auditores independentes, as informações fornecidas ao credor podem não conter todas aquelas consideradas necessárias, ou podem não ser tão detalhadas quanto seria desejável, e assim por diante.

VI — Conclusão

Todo projeto a ser desenvolvido traz consigo uma série de riscos que podem va-

19. Uma das formas através das quais se busca a manutenção da saúde financeira de uma empresa durante o período em que é devedora de um determinado empréstimo é a inclusão de obrigação no sentido de ser mantido, pelo devedor, um nível de dívida previamente estabelecido e mencionado no contrato de empréstimo. O nível de dívida aqui mencionado poderia ser verificado através do balanço da devedora e outros documentos relevantes. Assim, obediência aos termos do contrato de financiamento consistiria em indicação de que um risco (nesse caso, comercial ou "de crédito") relacionado a um investimento feito por um Banco encontra-se estável.

riar dependendo de suas características e complexidade. É circunstância que decorre do investimento em si, seja ele no exterior ou não. Assim, uma das decisões a serem tomadas pelo investidor corresponde à determinação do nível de risco que está disposto a assumir em relação a um determinado investimento, considerando-se o lucro ou retorno que pretende obter. Uma análise adequada dos riscos que afetam um investimento (seja ou não feito por uma agência de *rating*) poderá, desse modo, auxiliar o investidor em sua decisão ou, mesmo, estimular a criatividade de suas equipes a fim de serem estruturadas operações de forma a que o investimento pretendido seja executado com a mínima influência possível dos riscos então verificados, na busca do objetivo de realizar o investimento com o maior grau de segurança e retorno possível.

Como visto, a classificação de um projeto ou investimento pode auxiliar, e mesmo influir, no processo decisório sobre sua promoção, já que através do *rating* são levantados (ou, pelo menos, tenta-se levantar) os riscos que ameaçam o sucesso do investimento.

O *rating* poderá conter informações valiosas para aquele que alocará recursos para o projeto, desde o ambiente que será encontrado pelo investimento e pelo inves-

tidor, passando pela possibilidade de restrições à execução das atividades necessárias, tempo necessário para gerar os lucros pretendidos, até a possibilidade desse lucro ser recebido pelo investidor.

Caberá ao investidor determinar o melhor uso a ser feito com os dados do *rating* que venha a receber e decidir, assim, se poderá prosseguir com o investimento ou se será necessário mitigar os riscos existentes para que tal projeto possa ainda ser considerado. Sob esse aspecto, cabe lembrar que a informação da *rating agency* é abalizada, e serve como indicação, mas não poderá ser tomada como afirmação de que determinada situação ocorrerá. Também não pode ser considerada uma garantia a respeito do sucesso do investimento. É o *rating*, portanto, instrumento a ser utilizado com sabedoria pelo empreendedor no seu processo de tomada de decisões.

Bibliografia

CALVERLEY, John. *Country Risk Analysis*. Londres, Butterworths, 1985.

Website da Moody's Investor Services. <www.moody.com>.

Website da OECD. <www.oecd.org>.

Website da Standard & Poor's. <www.standardandpoors.com>.