



Editor Responsável: Rodrigo de Souza Gonçalves
Andrea de Oliveira Gonçalves
Editor Associado: Julio Araujo Carneiro da Cunha
Processo de Avaliação: Double Blind Review pelo SEER/OJS

Assimetria de informações e o rating soberano brasileiro na avaliação das Agências de Classificação de Risco

RESUMO

Objetivo: analisar as assimetrias de informações no conteúdo dos relatórios sintéticos emitidos pelas Agências de Classificação de Risco (ACR) Standard & Poor's, Moody's e Fitch sobre o rating soberano brasileiro.

Método: realizou-se uma análise de conteúdo nos relatórios sintéticos das ACR com a finalidade de criar variáveis e categorias. Por meio da Análise de Correspondência (AC), objetivou-se essas mesmas variáveis de categorias em um espaço multidimensional para análise comparativa.

Originalidade/Relevância: o estudo mostra como a assimetria de informações entre credores e mutuários de títulos soberanos também pode ser precedida pelas próprias ACR quando disponibilizam para o mercado diferentes avaliações sobre um mesmo produto financeiro. O resultado mostra que assimetria de informações entre credores e mutuários não finda, apenas muda a fonte de informação.

Resultados: os resultados mostraram que, embora o teor das avaliações tenha sido negativo nas ACR, há assimetrias em categorias específicas. A Standard & Poor's, por exemplo, foi a Agência que mais se destacou nas análises. Ela se difere das demais ACR e se posiciona mais livremente entre as categorias em anos distintos.

Contribuições Teóricas/Metodológicas: contribui com a integração de métodos qualitativos e quantitativos para ampliação de pesquisas sobre assimetria de informações das ACR. O estudo também analisa relatórios sintéticos, isto é, os mais acessíveis aos tomadores de decisão no mercado, mostrando que não é exclusiva a análise de relatórios complexos e dados robustos para analisar informações assimétricas. Além disso, explora resultados sobre assimetria de informações e soberano brasileiro, onde poucas abordagens e investigações teve enfoque no cenário acadêmico nacional.

Palavras-chave: ACR. Assimetria. Brasil. Informações. Rating soberano.

How to Cite (APA)

Nascimento, R. R. & Costa, M. M. (2022). Assimetria de informações e o rating soberano brasileiro na avaliação das Agências de Classificação de Risco. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 25 (3), 398-415. <http://dx.doi.org/10.51341/cgg.v25i3.2822>

Romário Rocha do Nascimento

Universidade Federal do São Carlos, São Paulo, Brasil
admrocha13@gmail.com

Maurício Martins Costa

Universidade Federal do Tocantins, Tocantins, Brasil
mauriciocosta@uft.edu.br

Recebido: Janeiro 21, 2022
Revisado: Dezembro 07, 2022
Aceito: Dezembro 12, 2022
Publicado: Março 31, 2023



1 INTRODUÇÃO

As Agências de Classificação de Risco de Crédito (ACR) são companhias especializadas (Bichoffe, 2017; Poon, 2012) que emitem uma classificação sobre empresas, bancos e estados soberanos para o mercado e determinam a capacidade que essas instituições têm de cumprir suas obrigações. Pautadas pela “racionalidade econômica”, os ratings de risco que essas agências emitem têm a capacidade de aumentar a eficiência e a transparência do mercado de capitais (Langohr & Langohr, 2008).

Recebendo bastante atenção nas últimas décadas (White, 2018), as principais ACR do mercado são a Standards & Poor's, Moody's e Fitch Service. Mesmo não sendo as únicas fontes desse tipo de informação (White, 2018), elas promovem muita influência sobre os preços de mercados, e seus impactos estão associados não somente às novas informações, mas também às certificações, como o uso de *Outlooks*, revisões e supervisões (Kiff et al., 2010).

O conteúdo informacional das ACR é sempre pautado nas pesquisas científicas por trazer implicações sobre investimentos. Drago & Gallo (2017) e Kemper & Mortenson (2020), por exemplo, trazem resultados sobre os impactos dessas notações para os mercados. Outros estudos, como de Bedendo et al. (2017), Jorge (2019), Kemper & Mortenson (2020), têm focado na aplicabilidade econômica e financeira que as ACR trazem.

Em diversas áreas, estudos empíricos e teóricos abordam uma questão importante sobre o papel das ACR. Elas desempenham a função de superar a assimetria de informações e melhorar a eficiência nos mercados de capitais (Chan & Yung, 2011; Ebenroth & Dillon, 1992; Ferri & Licitignola, 2009; Langohr & Langohr, 2008). As informações assimétricas dizem respeito a situações em que alguns credores detêm maiores ou melhores informações sobre mutuários do que o inverso (Olegario, 2009). O problema que o tomador do empréstimo tem mais e melhores informações sobre si e sua capacidade de pagar os credores evidencia um limbo nas relações transacionais no mercado. Por esse motivo, pesquisas que relacionam a assimetria de informações e o papel que as ACR promovem têm sido amplamente discutidas. Shen et al. (2011), Korkeamäki et al. (2014) e Jung e Park (2018), por exemplo, têm mostrado os efeitos ou impactos das assimetrias de informações no mercado. Do mesmo modo, Tang (2009) mostra como a assimetria de informações do mercado de crédito afeta os resultados das empresas.

Além da análise corporativa, as ACR também avaliam os títulos soberanos, atividade que passaram a executar a partir da década de 70. Evidente que da mesma forma que acontece com os ratings corporativos, os ratings de crédito das ACR são capazes de reduzir a assimetria de informação nos mercados de títulos soberanos (Ferri & Liu, 2005). Assim, muitas pesquisas inclinaram-se sobre a relevância dos ratings sobre os países e sobre os impactos desse tipo de análise no mercado. Essa perspectiva abre lacunas de pesquisas que podem ser analisadas à luz de soberanos distintos, como os emergentes. Essas classificações são altamente relevantes para estes países, porque auxiliam investidores externos em seus investimentos (Markoski & Moreira, 2010).

Embora a maioria das pesquisas sobre assimetria de informações das ACR seja realizada por meio de relatórios complexos e dados econométricos robustos, os relatórios sintéticos emitidos pelas Agências são as alternativas mais acessíveis com disponibilidade de informações para os investidores e outras instituições do mercado financeiro. As limitações de acesso aos relatórios completos das ACR são um problema considerável à luz das análises de pesquisadores e investidores de todo mundo, porque, na maioria das vezes, apenas são disponíveis a um determinado e alto valor. Sangiorgi e Spatt (2017) criticam esse modelo de cobrança, porque exclui aqueles que não compram as informações. Essas limitações de acesso

partem da emissão do relatório mediante estilo de pagamento *issuer-paid*, ou emitente-pagador, modelo utilizado pelas ACR desde a década de 70 (White, 2009).

Sobre a classificação do soberano brasileiro, por exemplo, nota-se que em 2014 o país entra em um estágio de declínio do rating, quando em 2015, pela Standards & Poor's, volta ao grau especulativo, escala que tinha deixado em 2008. Com base nos resultados do Tesouro Nacional (2022) e vinte sete relatórios emitidos pelas ACR no período 2014-2019, o país se destaca por seis anos decrescendo o ranking do rating. O recorte demonstra um período de informações negativas envolvendo eventos políticos e econômicos sujeitos à análise comparativa entre os relatórios das ACR. Diante deste cenário, a pesquisa buscou analisar as assimetrias de informações no conteúdo dos relatórios sintéticos emitidos pelas Agências de Classificação de Risco, Standard & Poor's, Moody's e Fitch, sobre o soberano brasileiro. Como sugere a literatura, o estudo trabalha com a hipótese de que as ACR lançaram diferentes tipos de informações sobre o estado soberano brasileiro mesmo quando lançam manutenções no mesmo período.

Para o desenvolvimento da pesquisa, analisou-se os relatórios analíticos das ACR por meio da análise de conteúdo com a finalidade de criar variáveis e categorias de comparação. Através da Análise de Correspondência (AC), objetivou-se essas mesmas variáveis e categorias com objetivo de comparar o conteúdo informacional das ACR em diferentes períodos. A AC é importante, porque mostra em um espaço multidimensional o espaço das ACR a partir de suas avaliações sobre o rating soberano brasileiro, o que possibilita comparações de convergências e divergências informacionais desses relatórios mais acessíveis.

A pesquisa fornece duas contribuições centrais. De um lado, mostra que a assimetria de informações, muitas vezes criada entre credores e mutuários, também pode ser difundida pelas próprias ACR quando disponibilizam informações para o mercado. Além disso, explora resultados sobre assimetria de informações e soberano brasileiro, onde há poucas abordagens e investigações no cenário acadêmico nacional relativas ao tema. Do ponto de vista metodológico, a proposta de pesquisa apresenta a combinação de análises qualitativas e quantitativas para o estudo. Ademais, trata-se da análise de relatórios sintéticos, isto é, os mais acessíveis aos tomadores de decisão no mercado de capitais, mostrando que necessariamente não se depende da análise exclusiva de relatórios complexos e dados econométricos robustos para analisar informações assimétricas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 As Agências de Classificação de Risco e o Rating Soberano

É sabido que a avaliação de títulos por Agências de Classificação de Risco não começou recentemente. De acordo com Cantor & Packer (1995), as publicações sobre títulos iniciam-se em 1909, quando John Moody's publicou as primeiras classificações de títulos ferroviários nos EUA. Mais tarde, em 1916, as classificações acontecem com a Moody's e Poor's Publishing Company, em 1922 com a Standard Statistics Company, e em 1924 com a Fitch Publishing Company (Cantor & Packer, 1995; White, 2010).

Desde que a atividade de classificação começou, por volta do início do século XX, existe uma necessidade crescente de adequação das instituições e do próprio Estado sobre a ordem imposta pela noção de risco no mercado. Isso acontece, porque essas classificações estão inseridas dentro de uma concepção de controle de "risco e incerteza" (Espeland & Stevens, 1998), e essa noção de risco pode ser associada aos ratings das ACR porque trazem a previsão, o cálculo e a estatística para o mercado.

No cenário global, as ACR desempenham um papel central nos mercados de dívida de muitos países (White, 2013). As classificações de risco de crédito soberano começam na década de 70 com alguns poucos países; já os países emergentes começaram a ter relevância a partir da década de 80, quando passaram a ser avaliados pela notória capacidade de investimentos, servindo como novas opções para investidores em todo mundo (Langohr & Langohr, 2008).

O papel crucial das ACR está na responsabilidade de movimentar os mercados financeiros por meio de informações que emitem sobre as entidades classificáveis, corrigindo falhas de informações assimétricas no mercado entre credores e mutuários (Ahn et al., 2014). Dependendo da classificação, as condições de liquidez dos títulos públicos negociados podem ser afetadas drasticamente, pois revelam as condições do país através dos *spreads*, ou oscilações de preços de crédito (Bichoffe, 2017). Por isso, o acesso às informações desempenha um papel importante e condiciona uma força vital sobre a precificação de ativos financeiros no mercado de capitais (Sangiorgi & Spatt, 2017).

Bartels (2019) escreve que as ACR tratam diferentes regiões do mundo de diferentes maneiras. Os países que concentram baixa assimetria de informações normalmente são países de alta renda e qualidade informacional, como aqueles localizados na América do Norte e Europa Ocidental, enquanto países com alta assimetria de informações têm características opostas (Shen et al., 2011). Normalmente os países classificados no grau de investimento estão mais adequados aos investimentos externos, sendo mais bem avaliados pelo mercado já que uma boa avaliação de títulos soberanos é evidenciada.

As classificações preveem os riscos de *default* – falência – os quais os países estão sujeitos por não serem adequados aos critérios de avaliação das ACR. No mercado, os *scores* das ACR revelam certas características dos países dentro de uma ferramenta categórica simplificada (Fourcade, 2017). Dentro de inúmeras variáveis políticas e econômicas, são reveladas as forças e fraquezas desses países. Das variáveis econômicas pode-se pontuar, por exemplo, a inflação, o PIB, a dívida externa e alguns índices de emprego/desemprego, ambiente de negócios, estrutura de negócios, risco do setor financeiro etc. (Fitch, 2019; S&P, 2017). Da esfera política pode-se pontuar os fatores-base provenientes das instituições e do meio ambiente em que o governo atua como a força das instituições políticas e riscos relacionados ao cenário político como corrupção e governabilidade (Fitch, 2019; S&P, 2017). Com essas variáveis, as avaliações emitidas sobre os países colocam em evidência a valorização ou desvalorização dos mesmos frente ao mercado e investidores.

2.2 As ACR e o problema da assimetria de informações

Langohr e Langohr (2008) descrevem assimetria de informações como o fato de duas partes de uma transação não terem acesso às mesmas informações. Normalmente, os intermediários financeiros, como bancos, consultorias financeiras e ACR, existem com o pretexto de resolver esses problemas da assimetria (Carey et al., 1998; Hemraj, 2015). De certo modo, esse conceito busca corrigir uma falha da teoria econômica clássica que afirma que a informação é sempre simétrica e que todos os tomadores e credores têm iguais condições sobre essa questão (Olegario, 2009).

Ser capaz de corrigir os problemas de assimetria de informações é um dos motivos pelos quais as ACR existem (Rhee, 2015). As ACR monitoram o Rating de Crédito do Emissor ou pagador da própria avaliação, buscando alertar investidores sobre as condições de vulnerabilidade da entidade avaliada. A emissão do relatório mediante estilo de pagamento emitente-pagador, é o modelo utilizado pelas ACR desde a década de 70 (White, 2009), onde o emissor de um título paga pelo serviço e, conseqüentemente, tem acesso ao relatório.

Para White (2018), a relação entre credor e mutuário é o que movimenta a questão das informações assimétricas, pois é onde se busca entender até que ponto o credor tem informações sobre a credibilidade do mutuário para poder emprestar, e a real condição que o mutuário tem de pagar um empréstimo para o credor. Por isso, a maioria das pesquisas busca medir a assimetria de informações por meio das características das empresas, além das previsões de analistas das ACR (Tang, 2009). Já outras pesquisas, como de Garmaise & Nativid (2010), buscam entender como a assimetria de informações causa impactos nas atividades financeiras e operacionais em avaliações de crédito de instituições de microfinanças, por exemplo.

Alguns problemas de assimetria de informações causam algumas variações na avaliação de risco de crédito das ACR (Liao et al., 2009). Isso porque as informações que as ACR têm acesso também são responsáveis pelas divergências ou convergências de suas notações. Isso mostra que os níveis de informações assimétricas acontecem tanto nas empresas, quanto nas ACR, evidenciando algumas classificações divididas (Ismail et al., 2015). Essas classificações divididas, isto é, diferentes em diferentes ACR, acontecem com mais facilidade quando avaliam empresas com grandes problemas de assimetria de informações (Livingston et al., 2005). Por isso, os mutuários que têm bom ambiente de informações têm a capacidade de diminuir os conflitos de opiniões entre as ACR (Park & Yoo, 2019). Ao contrário, podem ocasionar erros de avaliação e, conseqüentemente, confusão e desinformação para os agentes do mercado e para as próprias empresas avaliadas.

Mesmo tendo sistemas de avaliação semelhantes, alguns detalhes do processo das classificações também podem diferir entre as ACR (Ribeiro, 2014; Park & Yoo, 2019), proporcionando notas diferentes para um mesmo país, por exemplo. A premissa do problema pode estar relacionada aos diferentes métodos para julgar cada critério avaliado (Ribeiro, 2014), tendo como impasse o resultado de avaliações assimétricas entre as próprias ACR. Bartels (2019), por exemplo, ao analisar por que as ACR discordam sobre o risco de *default* soberano de um país, indica que a frequência das classificações e os diferentes modelos metodológicos de avaliação trazem desequilíbrio e incerteza sobre as classificações. Para o autor, a frequência de classificações divididas e seus desequilíbrios são resultado da incerteza e do uso de diferentes metodologias de classificação.

Os ciclos das notas concedidas é um fator importante a se considerar nesse problema. Para Broto e Molina (2016), os ciclos de classificação são altamente assimétricos, pois sua duração e amplitude diferem-se nos *downgrades*. Isso acontece, porque recuperar-se de *downgrades* é um processo lento que exige tempo, contudo para cair nesse nível, o processo é muito mais rápido. Assim, a análise de cada ACR sobre um determinado soberano muitas vezes é afetada pelo quesito tempo.

Mesmo sendo um campo organizacional com mais de 100 anos no mercado, as ACR ainda estão inseridas em uma posição de incerteza, especialmente pelo conteúdo informacional de suas avaliações para o mercado. Na literatura, estudos como de White (2011) e Lugo et al. (2015) associam as ACR e a veracidade de suas informações às crises econômicas internacionais que acontecem na sociedade, como a crise do Subprime em 2008. Além disso, muitas das prerrogativas estão relacionadas à capacidade de as ACR identificarem em seus relatórios as fraudes ou omissões empresariais (Bichoffe, 2017) e a real credibilidade de informações sobre mutuários.

Por fim, a assimetria de informações entre as ACR pode se tornar um gargalo para o mercado que sempre busca pela supervisão da qualidade dos títulos. Divergências entre as ACR podem acontecer em relação à avaliação do cenário político ou econômico, assim como as perspectivas positivas, negativas ou estáveis de determinado aspecto analisado; outros exemplos são quando uma ou mais ACR rebaixam um soberano para um grau de investimento

e outra/outras o mantém; quando as notas divergem na grade; ou quando no mesmo período de lançamento, apresenta divergências de análises nas notas.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

A pesquisa é do tipo descritiva (Thomlison, 2001), realizada a partir do método de análise histórica (Rowlinson, 2005), e centrada em uma abordagem qualitativa (Holosko, 2010) e quantitativa (Solomon & Draine, 2010). A pesquisa documental (Silveira & Córdova, 2009) é proveniente de relatórios sintéticos emitidos pelas ACR ao mercado financeiro.

O recorte histórico da pesquisa inicia-se em 2014 quando o país começa cair nas grades de investimento, e segue até o ano de 2019, período pré-pandemia da Covid-19. O recorte é importante, porque demonstra um período de informações negativas envolta de eventos políticos e econômicos exclusivos do país como crise econômica, perda do grau de investimento em 2015, impeachment em 2016, tensões pré-eleições e posse do governo de direita no país. Entre abril de 2020 e julho de 2022, as ACR emitiram 11 manutenções, mas para análise é injustificável, pois cobre o período da crise da pandemia da Covid-19, um problema distinto que abrange todo mundo e não apenas o país.

Na Figura 01, apresenta-se todas as manutenções realizadas pelas ACR entre 2014 e 2019.

Figura 1

Notas emitidas no período da pesquisa (2014-2019)

Alteração	Agência	Nota	Ação/manutenções
14-nov-19	Fitch	BB-	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva estável
21-mai-19	Fitch	BB-	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva estável
07-fev-19	Standard & Poor's	BB-	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva estável
01-ago-18	Fitch	BB-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para estável
09-abr-18	Moody's	Ba2	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para estável
23-fev-18	Fitch	BB-	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável
11-jan-18	Standard & Poor's	BB-	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável
10/nov-17	Fitch	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
26/mai-17	Moody's	Ba2	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
22/mai-17	Standard & Poor's	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
19/mai-17	Fitch	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
15/mar-17	Moody's	Baa3	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para estável
09/fev-17	Standard & Poor's	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
11/nov-16	Fitch	BB	Manutenção da nota e manutenção da perspectiva negativa
05/mai-16	Fitch	BB	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
24/fev-16	Moody's	Ba2	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para negativa
17/fev-16	Standard & Poor's	BB	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
15/dez-15	Fitch	BB+	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
09/dez-15	Moody's	Baa3	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
15/out-15	Fitch	BBB-	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
09/set-15	Standard & Poor's	BB+	Rebaixamento da nota e manutenção da perspectiva negativa
11/ago-15	Moody's	Baa3	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável
28/jul-15	Standard & Poor's	BBB-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
09/abr-15	Fitch	BBB	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
23/mar-15	Standard & Poor's	BBB-	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
09/set-14	Moody's	Baa2	Manutenção da nota e revisão da perspectiva para negativa
24/mar-14	Standard & Poor's	BBB-	Rebaixamento da nota e revisão da perspectiva para estável

Nota. Dados disponíveis nos sites das Agências de Classificação de Risco e, também, no site do Tesouro Nacional. Disponível em: <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2810:2:0>

A análise de conteúdo (Bardin, 2011) foi realizada em vinte e sete relatórios sintéticos emitidos pelas ACR. Os relatórios sintéticos selecionados na pré-análise apresentam dados e informações consideráveis em números de páginas que variam de 03 a 23. Ao todo, foram analisadas 214 páginas de relatórios sintéticos. Esses relatórios normalmente apresentam dois tipos de manutenções: a manutenção de nota do rating, que acontece por meio de upgrades (elevação) e downgrades (rebaixamentos); e os outlooks (perspectivas), que normalmente são avaliadas em estável, negativa, positiva.

Em análises qualitativas e quantitativas, a maioria das classificações das ACR revela condições políticas e econômicas dos países (Bichoffe, 2017; De Moor et al., 2018; Moody's, 2019; Fitch, 2019). Assim, na etapa 1 da análise – leitura flutuante e compreensão das unidades de contexto – foram consideradas três grandes categorias ou unidades de contexto: Econômica, Política e Fiscal. Embora as avaliações das ACR considerem, de modo geral, apenas política e a econômica, foi criada/separada essa categoria fiscal de modo a pormenorizar as análises. Nesta etapa, as categorias também recebem seus respectivos princípios fundamentais ou significações. Assim, as Econômicas se referem às forças e fragilidades de questões econômicas do país como indicadores econômicos, cenário econômico, condições macroeconômicas etc.; a Fiscal se refere às fragilidades e forças de questões financeiras e fiscais do país como orçamentos, indicadores fiscais, como déficit ou superávit fiscal, contas públicas, metas fiscais etc.; e a Política que está associada às questões do cenário político do país como crises políticas, governabilidade, eventos políticos, corrupção etc.

Na etapa 2 – leitura em profundidade e codificação – foi realizada uma nova leitura quando foram identificadas e alocadas as unidades de registro dentro das grandes categorias de unidades de contexto. Algumas dessas unidades são abordadas em momentos diferentes e de formas diferentes, contudo são unificadas a um registro de termo padrão de acordo com seu sentido. Alguns fragmentos de referência e ocorrência, como aquelas que incluem “fraca atuação do Banco central” e “o Banco Central teve pouca interferência sobre a decisão”, por exemplo, foram unificados ao registro “Atuação do Banco Central”. Assim, a unidade também recebe um significado que, no caso, “revela a força ou capacidade de o Banco Central intervir sobre decisões econômicas do país”. Por questões de espaço, não foi possível conceituar todas as unidades de registro neste texto.

As categorias e variáveis originam-se a partir do alinhamento das próprias metodologias das ACR sobre o rating soberano (Moody's, 2019; Fitch, 2019) e dos indicadores de estatísticas fiscais e econômicas (Banco Central, 2018; Secretaria da Fazenda, 2018) nos quais tem-se noção na teoria econômica. Em síntese, na Figura 02, apresenta-se as categorias de unidades de contexto e as principais unidades de registro de análise das ACR.

Nos 27 relatórios sintéticos analisados, foi possível identificar e categorizar 80 unidades de registro que se distribuem em diferentes manutenções e diferentes períodos. A maioria dessas unidades se repete quando analisada de uma manutenção ou relatório para outro, mesmo quando se trata do mesmo período. Assim, ao final da identificação, foram contadas 507 categorias de unidade de registro. É importante destacar que essas unidades são avaliadas pelas ACR com certa positividade, pessimismo ou estabilidade. Deste modo, considerou-se padronizar essas avaliações em três categorias: Positiva, Negativa e Estável, assim como avaliam as próprias ACR.

Figura 2

As três categorias de unidades de contexto e as principais unidades de registro que as caracterizam

Econômico
Atividade econômica; Atuação do Banco central; Cenário doméstico; Condições macroeconômicas; Crescimento econômico; Desempenho econômico; Empréstimos a bancos públicos; Indicadores do PIB; Indicadores econômicos; Mercado doméstico; Mercado externo; Métricas de crédito; Processo de aprovação de reformas; Recessão econômica; Recuperação econômica; Resiliência a choques externos; Sistema bancário capitalizado; Taxa Selic; Condições da Petrobrás; Confiança do investidor; PIB; Economia diversificada; Endividamento familiar; Indicadores de investimento; Mercado de trabalho; Mercado externo - balança comercial; Perfil de crédito; Políticas econômicas; Taxa da inflação; Aprovação da reforma da previdência; Aprovação de reformas.
Fiscal
Condições fiscais; Corte de gastos; Credibilidade fiscal; Déficit fiscal; Juros sobre as receitas; Metas fiscais; Orçamento; Política fiscal; Propostas de medidas fiscais; Taxas básicas de juros; Aprovação de medidas fiscais; Aprovação do Orçamento; Compromisso com medidas fiscais; Despesas do governo; Finanças externas; Finanças públicas; Indicadores da dívida; Indicadores fiscais; política e ajuste fiscal; Reservas internacionais; Superávit fiscal
Político
Administração do governo Temer; Agenda de reformas do congresso; Cenário político/Ambiente político; Apoio do congresso; Caso Michel Temer; Consenso político; Credibilidade política; Crise política; Diálogo com congresso; Governabilidade; Investigações da lava Jato; Popularidade de Dilma; Impeachment de Dilma; Incertezas políticas; Administração do governo Dilma; Compromisso do governo; Compromisso econômico; Conflito entre governo e congresso; Conflitos partidários; Correção política; Corrupção; Corrupção de políticos e empresas; Decisões políticas; Diálogo no congresso; Eleições presidenciais; Instituições políticas; Transparência do governo; Administração do Governo Bolsonaro

Nota. Com base na análise de conteúdo dos relatórios sintéticos (2022).

Organização de categorias e variáveis

Dado à particularidade dos dados e número de categorias que complementam unidades de contexto avaliadas pelas ACR, foram criadas e padronizadas três “variáveis estatísticas” (Hair et al., 2009). De acordo com os autores, trata-se de um conjunto de categorias organizadas mediante alocação de pesos/scores. Assim, foi criada uma Matriz (Johnson & Wichern, 2007) de dados no Excel com 3 colunas (variáveis) e 507 linhas (categorias) à medida que se identificou e categorizou todas as categorias.

As variáveis e categorias foram nomeadas em siglas para facilitar as análises. Na primeira variável ESFE (esfera avaliada), decidiu-se transformar as unidades de registro em três categorias únicas: Econômica, Fiscal e Política: Exemplo: unidade desempenho econômico, identificou-se como Econômico (Eco); unidade déficit fiscal, identificou-se apenas como Fiscal (Fisc); e unidade corrupção, identificou-se como Político (Poli). A solução também parte da ideia de excluir qualquer erro de viés interpretativo das unidades de registro.

As avaliações positivas, negativas e estáveis (Posi, Negat e Estav) também foram incorporadas à variável ESFE. Dessa forma, se uma categoria Econômica é identificada como Positiva, ela é codificada como PosiEco e assim por diante. Em síntese, a variável ESFE que identifica ao mesmo tempo a unidade analisada e o teor da avaliação foi estruturada em 9 categorias.

- PosiFisc – Identifica categorias da esfera fiscal avaliada de forma positiva
- NegatFisc - Identifica categorias da esfera fiscal avaliada de forma negativa
- EstavFisc - Identifica categorias da esfera fiscal avaliada de forma estável
- PosiEco - Identifica categorias da esfera econômica avaliada de forma positiva
- NegatEco - Identifica categorias da esfera econômica avaliada de forma negativa

EstavEco - Identifica categorias da esfera econômica avaliada de forma estável
PosiPoli - Identifica categorias da esfera política avaliada de forma positiva
NegatPoli - Identifica categorias da esfera política avaliada de forma negativa
EstavPoli - Identifica categorias da esfera política avaliada de forma estável

A variável AGEN_ANO identifica a Agência e o Ano em que a manutenção foi lançada. Essa variável contém 16 categorias, já que a Fitch não lançou relatório em 2014 e Moody's não lançou em 2019. Assim, tem-se:

Stand2014 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2014.
Stand2015 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2015.
Stand2016 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2016.
Stand2017 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2017.
Stand2018 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2018
Stand2019 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da S&P em 2019
Moods2014 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Moody's em 2014.
Moods2015 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Moody's em 2015.
Moods2016 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Moody's em 2016.
Moods2017 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Moody's em 2017.
Moods2018 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Moody's em 2018
Fitch2015 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Fitch em 2015.
Fitch2016 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Fitch em 2016.
Fitch2017 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Fitch em 2017.
Fitch2018 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Fitch em 2018
Fitch2019 - Identifica categorias de ESFE contadas nos relatórios sintéticos da Fitch em 2019

Na variável SCORE são atribuídos os pesos de quantas vezes as categorias de ESFE foram contadas na AGEN_ANO simultaneamente. Dessa forma, apresenta-se na Tabela o modelo da organização das variáveis e categorias na Matriz final, com 3 colunas e 117 linhas, onde a soma total do SCORE é igual a 507.

Tabela 1

Modelo da Matriz de Análise

AGEN_ANO	ESFE	SCORE
Stand2014	PosiFisc	1
...	NegatFisc	8
...	EstavFisc	1
...	PosiEco	3
...	NegatEco	3
...	EstavEco	9
...	PosiPoli	1
...	NegatPoli	3
...	EstavPoli	1
Stand2015	...	...
Stand2016	...	...
Stand2017	...	...
Stand2018	...	...
Stand2019	...	...
Moods2014	...	...
Moods2015	...	...
Moods2016	...	...
Moods2017	...	...
Moody's2018	...	...
Fitch2015	...	...
Fitch2016	...	...
Fitch2017	...	...
Fitch2018	...	...
Fitch2019	...	...
Total		507

Cada categoria da variável ESFE tem a possibilidade de ser contada uma ou várias vezes em alguma categoria da variável AGEN_ANO. A cada referência simultânea, as categorias foram contabilizadas em SCORE.

Para a análise da Matriz foi realizada a técnica de Análise de Correspondência (AC), constante na opção ANACOR – Análise de Correspondência Simples – no programa SPSS (*Statistical Package for the Social Science*). A AC é “conhecida como escalonamento ou escore ótimo, média recíproca ou análise de homogeneidade” (Hair et al., 2009, p. 507). A AC analisa apenas duas variáveis e suas respectivas categorias baseadas em uma escala de mensuração (score/pesos). A Análise de Correspondência é importante, porque, como resultado, busca analisar o relacionamento entre categorias nominais em um espaço multidimensional. No SPSS foi utilizada a opção método de padronização simétrico no qual é importante buscar as diferenças ou similaridades entre categorias.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Resultados da análise e a experiência do rating soberano brasileiro (2014-2019)

O resultado da AC apresentou oito dimensões para análise. A relevância das dimensões pode ser medida a partir da proporção da inércia, que também pode revelar a contribuição (grau de variância explicada) que cada categoria tem para análise por meio do cálculo de linha e coluna (Hair et al., 2009).

Na dimensão 1, tem-se a proporção de 57,8% da inércia, enquanto na dimensão 2, tem-se a proporção de 12,7%. Isso significa que apenas as duas primeiras dimensões explicam 70,5% dos dados no espaço multidimensional. A Tabela 2 mostra a proporção da inércia para cada dimensão.

Tabela 2

Proporção da inércia para cada dimensão

Dimensão	Inércia	Qui-quadrado	Sig.	Proporção da inércia	
				Contabilizado	Cumulativo
1	0,213			0,578	0,578
2	0,047			0,127	0,705
3	0,038			0,102	0,807
4	0,033			0,089	0,896
5	0,018			0,048	0,944
6	0,011			0,03	0,974
7	0,007			0,020	0,993
8	0,002			0,007	1,000
Total	0,368	186,761	0,000 ^a	1,000	1,000

Nota. Para proporção em %, multiplica-se os valores da tabela por 100. a. 120 graus de liberdade. Significância < 0,05 (Hair et al., 2009), isto é, existe associação entre as variáveis.

Uma proporção ideal é que o total da inércia das dimensões corresponda a pelo menos 20,0%, para a análise ser considerada compensatória. Como mostra a Tabela 1, a AC realizada mostrou que 36,8% da variância total nas dimensões contribui para explicar os dados, o que torna a análise satisfatória. As pontuações nas dimensões servem como coordenadas para distribuir as variáveis e categorias no mapa de correspondência (Hair et al. 2009), além de mostrar as categorias com maior peso da inércia e contribuição.

Embora o principal fundo explicativo da AC seja que quanto mais próximas estão as categorias na dimensão, mais relacionadas elas são, é importante que se destaque as categorias que tiveram maior relevância na proporção da inércia e, portanto, contribuição para orientar as análises. Por questão de espaço, apresenta-se na Tabela 3 apenas as categorias de destaque.

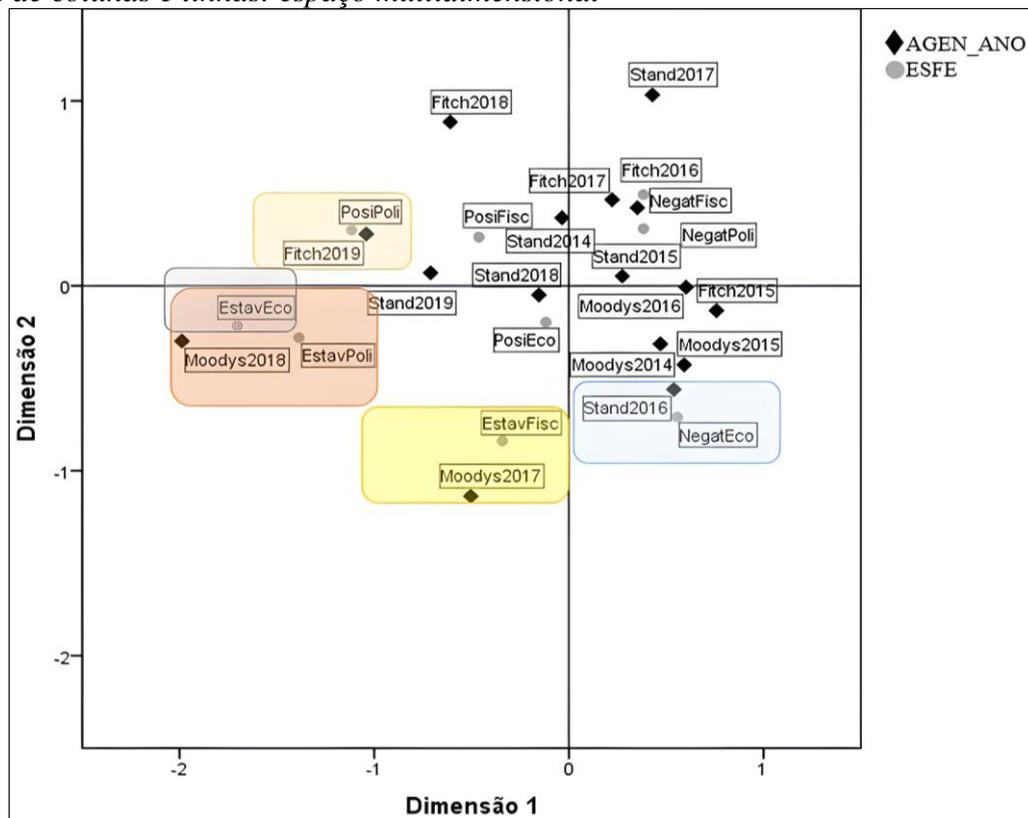
Tabela 3
Proporção da inércia de categorias relevantes

Categoria	Inércia	Pontuação na dimensão		Contribuição de ponto de dimensão	
		Dim 1	Dim 2	Dim 1	Dim 2
Moodys2018	0,084	-1.988	-0,299	0,389	0,019
Fitch2019	0,045	-1.041	0,280	0,176	0,027
EstavEco	0,083	-1,703	-0,216	0,360	0,012
PosiPoli	0,058	-1,115	0,302	0,186	0,029
NegatEco	0,056	0,558	-0,710	0,136	0,469

Nota. Para proporção em %, multiplica-se os valores da tabela por 100. Pontuação na dimensão = posição/coordenada no mapa. Sinal (-) = esquerdo ou inferior.

As categorias que melhor representam a análise, com base no valor da inércia são: Moodys2018 (8,40%), EstavEco (8,30%), PosiPoli (5,80%), NegatEco (5,6%) e Fitch2019 (4,50%). Nota-se que a dimensão 1 (horizontal) apresenta dois lados, o esquerdo e o direito; já a dimensão 2 (vertical) apresenta os lados superior e inferior. Assim, com base na contribuição das categorias, na dimensão 1, lado esquerdo, três categorias das variáveis de AGEN_ANO e ESFE chamam atenção, sendo elas: Moodys2018 (38,90%), EstavEco (36,00%) e EstavPoli (18,60%). Na dimensão 2, lado inferior, destaca-se as categorias NegatEco (46,90%) e EstavEco (36,00%); do lado superior, as categorias Fitch2019 (17,60%) e PosiPoli (2,90%). Na Figura 3, apresenta-se o espaço multidimensional das variáveis e categorias.

Figura 3
Pontos de colunas e linhas: espaço multidimensional



De acordo com o mapa, considera-se que a evidência de informações convergentes é dada pela proximidade das ACR em um mesmo período. Exemplo: se Fitch2017 ficar próximo de Moodys2017 e de Stand2017 por meio de uma categoria de ESFE em comum.

Em 2017, a Moody's (Moods2017), que se posiciona do lado esquerdo inferior da dimensão 1, tende a ter maior relação com análise estável da situação fiscal do país (EstavFisc), algo que as outras ACR não focam no mesmo ano; ao contrário, a Stand2017 se encontra no lado oposto do mapa. Já do lado direito desta dimensão, a Moodys2015 e Moodys2016 se aproximam mais de Fitch2016 quando relacionadas a qualquer aspecto avaliado, uma vez que não há uma categoria de ESFE que os caracterizem.

Em uma publicação da Moody's de 11 de agosto de 2015, com o título "Moody's rebaixa rating do Brasil para Baa3 de Baa2; perspectiva é alterada para estável", a Agência pontua sobre: "a habilidade de suportar choques financeiros externos tendo em vista as abundantes reservas internacionais" (Moody's, 2015, p. 03), ao se referir aos pontos positivos do soberano brasileiro. Já em outro relatório emitido em 2017, em que muda a perspectiva da nota para estável de negativa, a Moody's cita que a decisão foi tomada "devido à economia, que apresenta sinais de recuperação, a inflação em queda e o cenário fiscal está mais claro" (Moody's, 2017, p. 01). A ACR justifica que a perspectiva está relacionada à recuperação econômica, devido à atuação do então Governo Temer que investiu em "reformas econômicas" (Ibidem). O governo do presidente Michel Temer começou em 2016, quando assumiu como governo interino após o impeachment da presidente Dilma.

O mapa também mostra que a Moodys2018, categoria com maior contribuição (38,90%) na dimensão 1, lado esquerdo do mapa, se distancia das demais agências no ano de 2018, especialmente pela análise política (EstavPoli) e econômica (EstavEco), às quais considera estáveis. Caracterizada por uma perspectiva mais positiva do cenário político, pouco se aproxima da Stand2018 e largamente se distancia da Fitch2018, que pautam com negatividade esses cenários. A Moody's não lança relatório em 2019, que nesse caso se caracteriza como problema de ciclo de tempo de manutenções das ACR.

Entre 2014 e 2015 se viu um padrão de avaliação que acontece com a Standards & Poor's. As avaliações da Agência destacam-se por analisar mais negativamente a situação política do país (NegatPoli), algo que também visto pela Fitch (Fitch2015). Em março de 2014, por exemplo, a Standards & Poor's rebaixou a nota no Brasil para o grau especulativo, e em 9 de setembro de 2015 rebaixou mais uma nota, mantendo o teor negativo das avaliações. Embora o grau especulativo também tenha sido dado pela Fitch no mesmo ano, a Moody's só veio definir esse grau em 2016, reafirmando um problema de assimetria pelo tempo.

Em 2016, a S&P se destacou pela avaliação negativa do cenário econômico do Brasil. Do lado da Stand2016, a categoria NegatEco é a maior em contribuição do lado inferior da dimensão 2, com 46,90%. Isso significa que para uma convergência de informações entre as ACR, a Fitch2016 e a Moodys2016 teriam que estar mais próximas dessas duas categorias, o que não acontece, pois ambas se posicionam em lados distintos no mapa. Nota-se, por exemplo, que do lado direito da dimensão 1, a Fitch2016 está mais relacionada às condições fiscais negativas (NegatFisc), enquanto Moodys2016 não tem relação com nenhuma categoria que a caracterize.

O ano de 2016 foi marcado por manifestações e uma forte crise política proveniente do processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff por acusações de responsabilidade fiscal. O problema é fundamentado pela condição negativa da gestão do então governo de atuar com medidas fiscais, econômicas e resolver divergências políticas. Como mesmo pondera a Standards & Poor's em um relatório publicado em 17/02/2016, as medidas (econômicas) são complicadas pelo processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff em andamento no Congresso (S&P, 2016).

A Fitch2019, categoria com maior contribuição (17,60%) do lado esquerdo do mapa, se distancia das outras ACR no mesmo período. Especialmente caracterizada pela avaliação política positiva (PosiPoli), pouco se aproxima da Stand2019. Em 2019, o mercado era

surpreendido positivamente pela atuação do Presidente Bolsonaro, governo de direita que se inclinava em atender as suas necessidades com compromisso de prosseguir com propostas reformistas, como a reforma da previdência, trabalhista e tributária.

A Fitch2018 e Stand2017 não apresentam forças consideráveis da inércia no espaço e nem relação próxima a outras categorias. Isso significa que nesses períodos, ambas as ACR mantêm uma avaliação diferente das avaliações anteriormente concedidas por elas mesmas e pelas outras nesses mesmos anos.

4.2 Discussão dos Resultados

As categorias de análise objetivadas na Figura 03 apresentam as convergências e divergências que acontecem no conteúdo informacional que as ACR disponibilizam para o mercado. Os resultados mostram que as ACR apresentaram assimetrias de informações, especialmente porque muitas de suas análises, mesmo publicadas em iguais períodos, têm algumas diferenças no teor da avaliação sobre as esferas analisadas. Como discutido, algumas justificativas para esses impasses podem estar relacionadas aos métodos de avaliação das próprias ACR que diferem entre si (Ribeiro, 2014; Park & Yoo, 2019), ciclo de duração das avaliações (Broto & Molina, 2016), ou até mesmo sobre os conflitos de informações às quais as ACR têm acesso (Liao et al., 2009; Bartels, 2019).

Os resultados refletem que a assimetria de informações, que muitas vezes é criada entre credores e mutuários (Ahn et al., 2014), também pode ser difundida pelas próprias ACR quando disponibilizam informações para o mercado. Esse problema pode indicar um círculo vicioso no qual a assimetria de informações entre credores e mutuários não finda, apenas muda a fonte de informação. Isso significa que embora as ACR existam para minimizar as assimetrias de informações (White, 2018), também podem provir de certa confusão informacional entre elas mesmas.

A relação entre o credor e o mutuário que movimenta o problema das informações assimétricas (White, 2018) pode ser difusa na posição das ACR. Ver-se, por exemplo, que a Standard & Poor's foi a agência que mais se destacou nas análises, pois é a que se posiciona mais livremente no mapa e mantém um teor mais negativo em relação às esferas avaliadas em anos distintos. Isso acontece, porque a Standard & Poor's é a ACR mais independente dentre as três e fornece avaliações mais baixas e voláteis (Alsakka & Ap Gwilym, 2010).

Das análises, fica evidente que as informações são uma força vital sobre os preços negociados nos mercados financeiros (Sangiorgi & Spatt, 2017) e que algumas categorias das ACR que se distanciam uma das outras pode influenciar na forma como empresas e investidores analisam investimentos. Essa discordância, embora pareça insignificante, pode causar inúmeros efeitos no mercado (Jung & Park, 2018) e, também, na tomada de decisão dos investidores uma vez que o tempo de publicação de uma ACR pode levar meses e até anos.

Por fim, embora os cenários mudem de um ano para o outro, esperava-se que houvesse mais convergências das avaliações nas esferas de análise, e que as categorias de ACR e ano se aproximassem por pelo menos uma categoria em comum. Ao contrário, mesmo que com teor negativo na maioria das análises, as ACR se posicionam de lados opostos em muitas categorias de mesmo período.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve o objetivo de analisar as assimetrias de informações no conteúdo dos relatórios sintéticos emitidos pelas Agências de Classificação de Risco Standard & Poor's,

Moody's e Fitch sobre o rating soberano brasileiro. A metodologia aplicada e os resultados provenientes se mostraram altamente compensatórios para pesquisa. Primeiramente, a hipótese de que as ACR lançaram diferentes tipos de informação, mesmo quando considerado o mesmo período de lançamento de manutenção foi confirmada. Embora a AC tenha mostrado algumas similaridades de conteúdo, especialmente quando se trata do pessimismo das esferas analisadas, é evidente que a assimetria é mais predominante entre as ACR nos períodos e categorias analisadas.

Segundo que a pesquisa forneceu duas contribuições centrais. De um lado, mostra que a assimetria de informações que muitas vezes é criada entre credores e mutuários também pode ser difundida pelas próprias ACR quando disponibilizam informações para o mercado. Além disso, explora resultados sobre o soberano brasileiro, onde poucas abordagens e investigações no cenário acadêmico nacional buscaram adentrar.

Do ponto de vista metodológico, a proposta de pesquisa apresenta a combinação de métodos qualitativos e quantitativos para análise de assimetria. Além disso, trata-se da análise de relatórios sintéticos, isto é, os mais acessíveis aos tomadores de decisão no mercado de capitais, mostrando que necessariamente não se depende da análise exclusiva de relatórios complexos e dados econométricos robustos para analisar informações assimétricas. O modelo proposto é de fácil reprodução e pode ser usualmente replicado para ampliação de pesquisas sobre assimetria de informações das ACR sobre classificações no mercado corporativo e para outros produtos financeiros. Isso facilita outras análises sobre as ACR uma vez que o acesso aos relatórios completos é limitado. Embora as ACR indexem um estilo altamente restritivo de informações, confia-se que, dessa forma, a ciência possa explorar outras lacunas de pesquisa.

Para teoria, sugere-se por meio desta pesquisa e metodologia, a realização de outras que considerem um número maior de relatórios, variáveis de análise e outros períodos como aqueles da pandemia da Covid-19. Além disso, sugere-se que se estenda a proposta da pesquisa com a inclusão de dados empíricos de títulos corporativos, analisados por meio da Análise de Correspondência Múltiplas (ACM). Esse tipo de análise pode abranger um número maior de variáveis e categorias, além de trazer resultados mais satisfatórios para o problema de assimetria apresentado por esse trabalho.

REFERÊNCIAS

- Ahn, M., Bonsall, S., & Van Buskirk, A. (2014). Asymmetric disclosure to credit rating agencies. *University of Texas Working Papers*, 3 (8). <https://is.gd/dZwdr6>.
- Alsakka, R., Ap Gwilym, O. (2010). Leads and lags in sovereign credit ratings. *Journal of Bank Financ*, 34, 2614–2626. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.05.001>
- Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. Tradução: Luís Antero Reto, Augusto Pinheiro. São Paulo: Edições 70.
- Banco Central do Brasil. Manual de Estatísticas Fiscais publicadas pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil, 2018. <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf>.
- Bartels, B. (2019). Why rating agencies disagree on sovereign ratings. *Empirical Economics*, 57(5), 1677-1703. <https://doi.org/10.1007/s00181-018-1503-y>
- Bedendo, M, Cathcart, L., & El-Jahel, L. (2017). Reputational shocks and the information content of credit ratings. *Journal of financial stability*, 34, 44-60. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2017.12.003>

- Bichoffe, A. C. (2017). *Métricas sobre o Estado: por uma sociologia da classificação do risco de crédito soberano Brasileiro*. Tese (Doutorado em Ciência política), Universidade Federal De São Carlos, São Carlos, São Paulo, Brasil.
<https://repositorio.ufscar.br/handle/ufscar/9505>.
- Broto, C., & Molina, L. (2016). Sovereign ratings and their asymmetric response to fundamentals. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 130, 206-224.
<https://doi.org/10.1016/j.jebo.2016.07.017>
- Cantor, R., & Packer, F. (1995). The Credit Rating Industry. *Journal of Fixed Income*, 5 (3), 10–34. <https://doi.org/10.3905/jfi.1995.408153>
- Carey, M., Post, M., Sharpe, S. (1998). Does corporate lending by banks and finance companies differ? Evidence on specialization in private debt contracting. *Journal of Finance* 53, 845–878. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00037>
- Chan, K. C., & Yung, L. L. (2011). Credit Ratings and Long-term IPO Performance. *Journal of Economics and Finance*, 35 (4), 473-83. <https://doi.org/10.1007/s12197-010-9137-8>
- De Moor, L., Luitel, P., Sercu, P., & Vanpée, R. (2018). Subjectivity in sovereign credit ratings. *Journal of Banking and Finance*, 88, 366–392.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.014>
- Drago, D., & Gallo, R. (2017). The impact of sovereign rating changes on the activity of European banks. *Journal of Banking & Finance*, 85, 99-112.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.08.018>
- Ebenroth, C. T., & Dillon, T. J. (1992). The international rating game: An analysis of the liability of rating agencies in Europe, England, and the United States. *Law and Policy in International Business*, 24, 783–834. <https://is.gd/Zz8cl0>
- Ferri, G., & Lacitignola, P. (2009). *Le Agenzie di Rating*. Bologna: I Mulino.
- Ferri, G., & Liu, L. G. (2005). Assessing the effort of rating agencies in emerging economies: Some empirical evidence. *European Journal of Finance*, 11(3), 283-295.
<https://doi.org/10.1080/13518470500039246>
- Fitch. (2019). *Sovereign Rating Criteria*. Metodologia. Global: Fitch Ratings.
<https://www.fitchratings.com/site/re/10072225>.
- Fourcade, M. (2017). State metrology: The rating of Sovereigns and the judgment of Nations. In: Morgan, K, J; Orloff, A, S. *The many hands of state: Theorizing political Authority and Social Control*. Cambridge Universe Press.
- Garmaise, M, J., & Natividad, G. (2010). Information, the Cost of Credit, and Operational Efficiency: An Empirical Study of Microfinance. *The Review of Financial Studies*, 23(6), 2560-590. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq021>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* [recurso eletrônico]. Tradução Adonai Schlup Sant’Anna. – 6. Ed. Porto Alegre: Bookman.
- Hemraj, M. (2015). *Credit rating agencies: Self-regulation, statutory regulation and case law regulation in the United States and European Union*. Springer.
- Holosko, M. J. (2010). Overview do qualitative reaserch methods. In: Thyer, B. *The Handbook of Social Work Research Methods*. SAGE publications.
- Ismail, A, Seunghack, O, Nuruzzaman, A. (2015). Split Ratings and Debt-signaling in Bond Markets: A Note. *Review of Financial Economics*, 24(1) (2015), 36-41.
<https://doi.org/10.1016/j.rfe.2014.12.003>
- Johson, R. A., & Wichern, D. W. (2007). *Applied multivariate statistical analysis*. 6. ed. Englewood Cliffs: Prentice Hall.

- Jorge, J. (2019). Feedback effects between credit ratings and financial markets, *Economic Modelling*, 80, 328-338. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.11.019>
- Jung, Y, Y &, Park, R, S. (2018). The Effect of Information Asymmetry and CRA's Reputation on Bond Yield Spread. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies (JDQS)*, 26(2), 217-45. <https://doi.org/10.1108/JDQS-02-2018-B0003>
- Kemper, K. J., & Mortenson, K. (2020). Procyclical ratings and market reactions. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, 100830. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.08.013>
- Kiff, J., Holland, A., Kisser, M., Nowak, S., Saab, S., Schumacher, L., & Westin, A. M. (2010). The uses and abuses of sovereign credit ratings. *Global Financial Stability Report*, 10, 85-122. <https://is.gd/OwupOb>
- Korkeamäki, T, Pöyry, S, & Suo, M. (2014). Credit Ratings and Information Asymmetry on the Chinese Syndicated Loan Market." *China Economic Review*, 31. 1-16. <http://dx.doi.org/10.1016/j.chieco.2014.08.001>
- Langohr, H, M., & Langohr, P. (2008). *The rating agencies and their credit ratings: what they are, how they work and why they are relevant*. England: John Wiley & Sons.
- Liao, HH, Chen, TK., & Lu, CW. (2009). Bank Credit Risk and Structural Credit Models: Agency and Information Asymmetry Perspectives. *Journal of Banking & Finance*, 33(8).1520-530. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.02.016>
- Livingston, M., Naranjo, A., and Zhou, L. (2005). Information asymmetry, bond split ratings, and rating migration. *Financial Management Association.*, 1(35), 22. <https://is.gd/1JN7Pv>
- Lugo, S., Croce, A., & Faff, R. (2015). Herding behavior and rating convergence among credit rating agencies: Evidence from the subprime crisis. *Review of Finance*, 19(4), 1703-1731. <https://doi.org/10.1093/rof/rfu028>
- Markoski, A, S., & Moreira, R. M. (2010). Efeitos do rating soberano brasileiro sobre o Ibovespa: observações entre janeiro de 1994 e junho de 2003. *Revista do BNDES*, 33, 177-232. <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/7381>
- Moody's. (2015). *Moody's rebaixa rating do Brasil para Baa3 de Baa2; perspectiva é alterada para estável*". www.moodys.com.
- Moody's. (2017). *Rating Action: Moody's altera perspectiva do rating de emissor Ba2 do Brasil para estável de negativa*. www.moodys.com.
- Moody's. (2019). Metodologias de ratings soberanos. Brazil: Moody's Investors Service, 2019. <https://is.gd/qHIRgh>
- Olegario, R. (2009). A Culture of Credit. In: Olegario, R. *A Culture of Credit*. Harvard University Press.
- Park, H., & Yoo, Y. (2019). Differences among Credit Rating Agencies and the Information Environment. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(2), 25-32. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019.vol6.no2.25>
- Poon, M. (2012). Rating agencies. In: Cetina, K., K., & Preda, A. *The sociology of finance*. United Kingdom: Oxford University Press.
- Rhee, R, J. (2015). Why Credit Rating Agencies Exist. *Review of Banking, Finance and Monetary Economics*, 44(2):161-76. <https://is.gd/Pf8JEj>
- Ribeiro, G. (2014). Onde está a credibilidade das agências de rating? *Revista Ensaios & Diálogos* (7), 58-72. <https://is.gd/qGT1YF>
- Rowlinson, M. (2005). *Historical research methods*. Research in organizations: Foundations and methods of inquiry. San Francisco, CA: Berett-Kohler Publishers.

- Sangiorgi, F., & Spatt, C. S. (2017). The economics of credit rating agencies. *Foundations and Trends in Finance*, 12, 1-116. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3055889>
- Shen, C. H., Huang, Y. L., & Hasan, I. (2011). Asymmetric benchmarking in bank credit rating. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(1), 171-193.
- SEF - Secretaria de Estado da Fazenda. (2018). Sc.gov.br website: <https://www.sef.sc.gov.br/transparencia/relatorio/9>
- Silveira, D. T., & Córdova, F. P. (2009). A pesquisa científica. In: Gerhardt, T. E., & Silveira, D. T. *Métodos de pesquisa*. Porto Alegre: Editora da UFRGS.
- Solomon, P., & Draine, J. (2010). An overview of quantitative research methods. In: Thyer, B. *The Handbook of Social Work Research Methods*. SAGE publications.
- Espeland, W. N., & Stevens, M. L. (1998). Commensuration as a social process. *Annual Review Sociology*, 313-342.
- Standards & Poor's. (2016). *Brazil Long-Term Ratings Lowered To 'BB' On Significant Political And Economic Challenges; Outlook Negative*. www.standardandpoors.com/ratingexpress.
- Standards & Poors. (2017). *Metodologias de ratings soberanos*. S&P Global Ratings. <https://is.gd/K2cftg>.
- Tang, T. T. (2009). Information asymmetry and firms' credit market access: Evidence from Moody's credit rating format refinement. *Journal of Financial Economics*, 93(2), 325. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.07.007>
- Tesouro Nacional. (2022). Histórico da Classificação para a Dívida de Longo Prazo. (2022). <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2810:2:0>
- Thomlison, B. (2001). Descriptive studies. In: Thyer, B. *The Handbook of Social Work Research Methods*. Florida State University, USA, SAGE Publications, Inc.
- White, L. J. (2009). A brief history of credit rating agencies: How financial regulation entrenched this industry's role in the subprime mortgage debacle of 2007–2008. *Mercatus on Policy*, 59. <https://is.gd/OfcDFx>
- White, L. J. (2010). Markets: The credit rating agencies. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-26. <https://doi.org/10.1257/jep.24.2.211>
- White, L. J. (2011). The credit-rating agencies and the subprime debacle. In: Friedman, J. *What Caused the Financial Crisis*. University of Pennsylvania Press.
- White, L. J. (2018). The credit rating agencies and their role in the financial system. In: Brousseau, E, et al. *Oxford Handbook on Institutions, International Economic Governance, and Market Regulation*. Oxford University Press.

Information asymmetry and the Brazilian sovereign rating in the assessment of Credit Rating Agencies

ABSTRACT

Objective: analyze the asymmetries of information in the content of the synthetic reports issued by the Credit Rating Agencies (CRA) Standard & Poor's, Moody's, and Fitch on the Brazilian sovereign rating.

Method: a content analysis was performed on the CRA synthetic reports to create variables and categories. Correspondence Analysis (CA) aimed these same category variables at a multidimensional space for comparative analysis.

Originality/Relevance: the study shows how the asymmetry of information between lenders and borrowers of sovereign bonds can also be preceded by the CRAs when they make different assessments of the same financial product available to the market. The result shows that information asymmetry between creditors and borrowers does not end; it just changes the source of information.

Results: the results showed that, although the content of the evaluations was harmful in the CRA, there are asymmetries in specific categories. Standard & Poor's, for example, was the agency that stood out the most in the analyses; this is because it differs from other CRAs and positions itself more freely between categories in different years.

Theoretical/Methodological contributions: the study integrates qualitative and quantitative methods to expand research on CRA information asymmetry. The study also analyzes synthetic reports, the most accessible to decision-makers in the market, showing that the analysis of complex reports and robust data is not exclusive to analyzing asymmetric information. In addition, it explores results on information asymmetry and the Brazilian sovereign, where few approaches and investigations have focused on the national academic scenario.

Keywords: CRA. Asymmetry. Information. Sovereign rating. Brazil

Romário Rocha do Nascimento 

Federal University of São Carlos, São Paulo,
Brazil
admrocha13@gmail.com

Maurício Martins Costa 

Federal University of Tocantins, Tocantins,
Brazil
mauriciocosta@uft.edu.br

Received: January 21, 2022

Revised: December 07, 2022

Accepted: December 12, 2022

Published: March 31, 2023

