

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS EXATAS E TECNOLOGIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

ROMÁRIO ROCHA DO NASCIMENTO

**AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO E A DINÂMICA DOS
CAMPOS: TRAJETÓRIAS, CAPITAIS E A DOMINAÇÃO FINANCEIRA**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de produção da Universidade Federal de São Carlos-SP como requisito para obtenção do título de doutorado.

Orientador: Prof. Dr. Mário Sacomano Neto.

São Carlos, São Paulo

– 2025–

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CENTRO DE CIÊNCIAS EXATAS E TECNOLOGIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**

ROMÁRIO ROCHA DO NASCIMENTO

**AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO E A DINÂMICA DOS
CAMPOS: TRAJETÓRIAS, CAPITAIS E A DOMINAÇÃO FINANCEIRA**

São Carlos, São Paulo

– 2025–



UNIVERSIDADE FEDERAL DO TOCANTINS
Centro de Ciências Exatas e de Tecnologia
Programa de Pós-Graduação em Engenharia de produção

Folha de Aprovação

Defesa de Tese de Doutorado do Candidato Romário Rocha do Nascimento, realizada em
13/05/2025

Prof. Dr. Mário Sacomano Neto (UFSCar)

Prof. Dr. Silvio Eduardo Alvarez Candido (UFSCar)

Prof. Dr. Júlio César Donadone (UFSCar)

Profa. Dra. Ana Carolina Bichoffe (UNESP)

Prof. Dr. Rodrigo Cantu de Souza (UFPEL)

O relatório de Defesa assinado pelos membros da Comissão Julgadora encontra-se arquivado junto ao programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção.

**O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de
Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.**

RESUMO

As Agências de Classificação de Risco [ACRs] são instituições influentes e poderosas no mercado financeiro internacional e são, capazes de impactar a economia de empresas e estados soberanos. Ao longo dos anos, elas adquiriram recursos financeiros, culturais, políticos e econômicos. Isso lhes proporcionou um certo nível de influência no núcleo dominante do mercado financeiro, formado pelo Estado, Bancos e Instituições de governança global. Sob essa perspectiva, o objetivo desta tese é analisar como as ACRs estruturam uma posição influente no núcleo dominante do mercado financeiro. Para alcançar o objetivo, dividimos a pesquisa em três estudos fundamentados e estruturados por objetivos, proposições e métodos distintos. O primeiro artigo mobiliza a teoria de campos para compreender a relação inter-campos entre o Estado e as Agências de Classificação de Riscos. A partir de uma pesquisa documental histórica, analisamos alguns dos principais marcos e eventos regulatórios das ACRs no mercado financeiro. O estudo destaca como o Estado engajou vários outros campos do mercado para promover a legitimidade do trabalho performativo das ACRs. O segundo artigo analisa a trajetória e o acúmulo de capital pelos atores do campo das Agências de Classificação de Riscos Moody's e S&P, as duas maiores ACRs do mercado. Por meio de uma análise de dados prosopográficos e técnica de Análise de Correspondências Múltiplas [ACM], foram objetivados seis capitais das ACRs, sendo eles, o comercial, o social-organizacional, o econômico-financeiro, o tecnológico, o cultural e o simbólico. O estudo mostra por meio dos mapas perceptuais que a trajetória e o acúmulo de capital pelos atores definiram a posição influente das ACRs no núcleo dominante do mercado financeiro, especialmente por meio do capital comercial, tecnológico e simbólico. O terceiro artigo analisa o papel da inovação financeira como mecanismo fundamental para reestruturar a ordem e estabilidade do campo das ACRs. A partir de análise histórica de dados secundários estruturou-se uma narrativa de recuperação da crise, enfatizando o papel das inovações financeiras e como elas operam como mecanismos de contenção pelos atores para reorganizar a ordem do campo. Acreditamos que os três estudos sustentam a questão central da tese. Para além, a tese sustenta uma premissa teórica ao oferecer como alternativa a análise relacional entre abordagens da sociologia econômica e dos mercados para relativizar uma crítica atual sobre problemas empíricos complexos e falta de diálogo entre as disciplinas. Assim, discutimos a complementaridade entre as teorias de campos e outras abordagens como a performatividade e dispositivos do mercado e inovação financeira. Dessa forma, a pesquisa se opõe a uma visão simplificada dos mercados e os considera como entidades complexas e entrelaçadas, concomitantemente, às relações sociais e contextos histórico-culturais mais amplos.

Palavras-Chave: Agências de Classificação de Riscos. Governança Global. Núcleo Dominante. Teoria de campos.

ABSTRACT

Credit Rating Agencies [CRAs] are influential and powerful institutions in the international financial market able of impacting the economies of companies and sovereign states. Over the years, they have acquired financial, cultural, political, and economic resources, which have granted them a significant level of influence within the dominant core of the financial market—comprised of the State, banks, and global governance institutions. From this perspective, the objective of this thesis is to analyze how CRAs structure an influential position within the dominant core of the financial market. To achieve this goal, we have divided the research into three studies, each grounded in and structured by distinct objectives, propositions, and methods. The first paper employs the theory of fields to understand the inter-field relationship between the State and CRAs. Through historical documentary research, we analyze some of the key regulatory milestones and events involving CRAs in the financial market. The study highlights how the State engaged various other market fields to promote the legitimacy of CRAs' performative work. The second paper examines the trajectory and capital accumulation by actors in the field of Agencies Moody's and S&P— the two largest CRAs in the market. Using prosopography data analysis and Multiple Correspondence Analysis [MCA] the study identifies and assesses six forms of capital held by CRAs: commercial, social-organizational, economic-financial, technological, cultural, and symbolic. The study reveals through perceptual maps that the trajectory and capital accumulation by the actors defined the influential position of CRAs in the dominant core of the financial market, particularly through commercial, technological, and symbolic capital. The third article examines the role of financial innovation as a fundamental mechanism for restructuring the order and stability of the CRAs field. Based on a historical analysis of secondary data, a narrative of crisis recovery was constructed, emphasizing the role of financial innovations and how they function as containment mechanisms used by actors to reorganize the field's order. We believe the three studies support the central thesis question. Furthermore, the thesis upholds a theoretical premise by offering, as an alternative, the relational analysis between economic sociology and market approaches to relativize a current critique concerning complex empirical problems and the lack of dialogue between disciplines. Thus, we discuss the complementarity between theory of fields and other approaches, such as performativity, market devices, and financial innovation. In this way, the research opposes a simplified view of markets and considers them as complex, intertwined entities, simultaneously connected to social relations and broader historical-cultural contexts.

Keywords: Credit Rating Agencies. Dominant Core. Global Governance. Theory of Fields.

Sumário

INTRODUÇÃO	9
1.1 Caracterização da pesquisa	12
1.2 Problema de pesquisa	14
1.2.1 Proposições e objetivos	18
1.3 Justificativa e relevância	21
CAPÍTULO I	28
AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO E O ESTADO: UMA RELAÇÃO REGULADA INTER-CAMPOS	28
1. INTRODUÇÃO	29
2. CAMPOS E RELAÇÃO INTER-CAMPOS: O ESTADO E O MERCADO	32
2.1 Campos e o Estado: lógicas e instituições	33
3. PERFORMATIVIDADE, DISPOSITIVOS E TEORIA DE CAMPOS: THE MISSING LINK?	37
3.1 Performatividade e a relação Estado-mercado	38
4. MÉTODO	41
5. RESULTADOS DA PESQUISA	42
6. ANÁLISES E DISCUSSÕES	53
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS	55
CAPÍTULO II	65
AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO E A DINÂMICA DOS CAMPOS: TRAJETÓRIAS, CAPITAIS E A DOMINAÇÃO FINANCEIRA	65
1. INTRODUÇÃO	66
2 CAMPOS DOMINANTES E RELAÇÃO ENTRE CAMPOS	69
2.1 Análises de campos no nível global	71
3. O NÚCLEO DOMINANTE DO MERCADO	73
4. CAPITAIS E TRAJETÓRIAS DO CAMPO	74
5. MÉTODO	77
5.1 Análise dos dados	79
5.2 Categorização e codificação das variáveis	79
5.3 Procedimentos e validação dos modelos	81
6. RESULTADOS DA PESQUISA	84
6.1 O Capital comercial das Agências de Classificação de Risco	84
6.2 O Capital econômico-financeiro das Agências de Classificação de Risco	89
6.3 O Capital organizacional e social das Agências de Classificação de Risco	92
6.4 O Capital tecnológico das Agências de Classificação de Risco	95
6.5 O Capital cultural das Agências de Classificação de Risco	98
6.6 O Capital simbólico das Agências de Classificação de Risco	101
7. ANÁLISES E DISCUSSÕES	104
8. CONSIDERAÇÕES FINAIS	108

CAPÍTULO III.....	116
A CRISE DO MERCADO DE RISCO: INOVAÇÃO E A POSIÇÃO DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO NO CAMPO.....	116
1. INTRODUÇÃO	117
2. A INOVAÇÃO FINANCEIRA	120
2.1 Inovação financeira e o foco da sociologia.....	121
3 TEORIA DE CAMPOS.....	123
3.1 Teoria de campos e inovação financeira.....	124
3.2 Inovações, crises e campos	126
4 INOVAÇÃO FINANCEIRA E CRISE.....	129
5 MÉTODO	131
6. RESULTADOS	132
6.1 As inovações financeiras das ACRs e o ápice do mercado de finanças estruturadas.....	132
6.2 A Crise das ACRs	138
6.3 Episódios de contenção das ACRs	140
6.4 Reposicionamento das ACRs	142
7. DISCUSSÕES.....	144
8. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	146
CAPÍTULO IV.....	155
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	155
4.1 Contribuições empíricas	155
4.2 Contribuições teóricas	158
Contribuições para performatividade, dispositivos e teoria de campos	159
Contribuições para teoria de campos de Bourdieu e Fligstein & McAdam	162
Contribuições para teoria de campos e inovação financeira.....	164

INTRODUÇÃO

Notáveis pesquisas foram desenvolvidas no debate sobre a relação entre o Estado e o mercado (Polanyi, 1944/2013; Block, 1981; Granovetter (1985[2017]; Fligstein, 1996; Krippner, 2011). A obra intitulada “A grande transformação” de Karl Polanyi, por exemplo, publicada em 1944, traz visões importantes sobre a economia de mercado e a relação com o Estado. Em sua obra, Polanyi (1944[2013]) destaca como o Estado criou a sociedade de mercado e como sua intervenção foi responsável por lidar com o monopólio e a competição, influenciando a regulamentação da vida econômica em escala nacional. Além disso, a obra traz a ideia de que na formação da sociedade de mercado, este assume uma autonomização se desenraizando da sociedade. Nas palavras de Polanyi (1944[2013]), isso é resultado de uma mudança nas estruturas institucionais e imaginário social a partir do século XIX.

Polanyi (1944[2013]) também escreve que o sistema econômico pelo mercado significa dirigir a sociedade como se fosse um acessório do mercado, logo, “em vez da economia estar embutida nas relações sociais, são as relações sociais que estão embutidas no sistema” (p. 77). Essa percepção incorpora a ideia de que o sistema econômico voltado para o mercado está “organizado em instituições separadas baseadas em motivos específicos e considerando um estado especial” (Ibidem).

Em 1985, a obra “Economia e Sociedade: Estruturas e Princípios” de Mark Granovetter, conduz uma crítica às teorias econômicas neoclássicas particularmente às relacionadas aos padrões comportamentais do ser humano na economia. Granovetter (1985[2017]) traz uma ressignificação do conceito de enraizamento de Polanyi e, também, uma crítica aos economistas que declaram que os indivíduos são persuadidos por seus interesses e por incentivos quantificáveis, ou seja, interesses individuais e calculáveis. Ao contrário disso, o argumento de Granovetter é de que as ações econômicas estão “enraizadas” nas redes e relacionamentos sociais, desafiando a noção do comportamento econômico racional e isolado das influências sociais.

Em 2007, Krippner e Alvarez fazem uma análise das obras de Polanyi e Granovetter e observam que se trata de projetos intelectuais distintos, integrados quanto à crítica, mas opostos sociologicamente. Isso porque enquanto Polanyi se refere à integração da economia em sistemas mais amplos (Szelenyi & Mihályi, 2021), Granovetter está mais relacionado à ação social em contextos econômicos (Krippner & Alvarez, 2007).

A obra de Polanyi contribui para compreender a interação entre as escolhas individuais e as normas sociais (Araujo, 2015). Para Araujo, Polanyi via que as ações econômicas não são

movidas apenas por interesses individuais, mas também moldadas por relações sociais, sendo vitais para analisar as decisões econômicas e como elas afetam as estruturas sociais. Já a obra de Granovetter (1985[2017]) fornece uma base teórica fundamental para entender a economia, relacionada às relações sociais, instituições e contextos histórico-culturais. Particularmente em relação à obra de Granovetter, Steiner (2017) defende ser um apelo por uma abordagem Weberiana da sociologia econômica que integre as considerações sociais, culturais, históricas e econômicas para entender a interação entre sociedade e economia.

Na sociologia econômica, a proposição de que o mercado é dependente de estruturas sociais (Granovetter, 1985) abre leques mais amplos para explorar a complexidade do mercado e as suas relações. Vários autores como Duxbury e Haynie (2021), Raut (2022), Schneiberg et al (2022) desenvolveram pesquisas para descrever os processos e os vários níveis de interação social dos indivíduos em uma estrutura social e cultural mais ampla. Isso porque Granovetter (1992) defende que as instituições econômicas são construídas socialmente por meio das interações e redes de indivíduos.

No debate entre Granovetter e Polanyi há duas críticas centrais destacadas na literatura: primeiro, a ideia de enraizamento e a negligência das características sociais do mercado (Krippner, 2001) e segundo, a falta de um diálogo explícito nos programas de pesquisa para estudo dos mercados (Fligstein e Dauter, 2007). Quanto à primeira crítica, o conceito de enraizamento e o ressignificado do conceito de Polanyi por Granovetter criaram desafios analíticos para sociologia, como a negligência e uma tendência de retirar as características sociais das análises do mercado (Krippner, 2001). Para a autora, a evolução do conceito ao longo dos anos trouxe uma visão simplificada dos mercados e não como entidades complexas e entrelaçadas. A crítica de Stoltz (2018) também se alinha a essa prerrogativa, reforçando que a ideia de enraizamento estrutural¹, um conceito central da sociologia econômica que culmina com a divisão do que seja economia e sociologia, sendo este um desafio difícil de superar. Em suma, o sentido dessas críticas volta-se, especificamente, para o entendimento de um mercado construído sem a estrutura social das relações.

Como alternativa a esta crítica, tanto Krippner (2001) quanto Fligstein e Dauter (2007) propõem explorar as limitações do conceito de enraizamento com abordagens alternativas que integram melhor a análise social e econômica. Na percepção de Krippner (2001), as considerações de Fligstein (1996) são importantes porque focam na evolução dos mercados e enfatizam que as

¹O autor ainda faz uma diferenciação sobre o enraizamento relacional e o enraizamento estrutural. O primeiro tem efeitos diretos na ação econômica, enquanto o segundo tem efeitos mais sutis e menos diretos sobre a ação econômica, ou seja, “afeta o comportamento dos indivíduos pelo seu impacto sobre as quais informações estão sendo disponíveis quando as decisões são tomadas”.

empresas e o Estado são os atores-chave na formação da dinâmica do mercado. Além disso, analisa que as interações entre várias forças sociais, incluindo crenças culturais e contestação política, compreende uma análise mais complexa e analítica.

As percepções de Fligstein (1996), de fato, contribuem para análise da relação entre mercado e Estado ao trazer o conceito de “mercado como política”. Ele argumenta que os mercados são instituições onde atores buscam relacionamentos estáveis e resolvem a concorrência através de ações sociais e sugere que as ações políticas dentro dos mercados se assemelham aos movimentos sociais. Sobre o relacionamento com o Estado, traz perspectivas de ações políticas que contribuem para desenvolvimento do mercado em cada estágio como emergência, estabilidade e transformação.

A segunda crítica é a falta de um diálogo explícito nos programas de pesquisa e na teorização dos estudos dos mercados (Fligstein e Dauter, 2007). A obra de Granovetter contribuiu para o desenvolvimento da Nova Sociologia Econômica [NES] que integra os fatores sociais a uma estrutura teórica que conecta ações individuais a estruturas sociais (Maurer, 2012). Como colocado por Fligstein e Dauter (2007), o fortalecimento de programas de pesquisas, como análise de redes, análise político-cultural, performatividade, análise institucional, economia política etc (Fligstein, 2015) é importante para ampliar as análises da dinâmica dos mercados. Mas na sociologia econômica, criou-se uma representação de vários conceitos que muitas vezes são confusos e operam de forma desarticulada (Fligstein, 2015).

Algumas pesquisas (Mirowski & Nik-Khah, 2004; Fligstein e Dauter, 2007; Fourcade, 2007, Fligstein, 2015) também têm criticado os estudiosos do campo e a divisão das disciplinas de sociologia econômica e dos mercados por não dialogarem e divergirem sobre conceitos complexos. Além disso, não existe um diálogo explícito nos programas de pesquisa para abordar quebra-cabeças empíricos. Logo, buscar consenso e divergência é importante para quebrar as barreiras entre diferentes programas e incentivar o empréstimo de ideias de várias disciplinas para promover novas formas de teorização (Fligstein, 2015).

Na sociologia dos mercados, por exemplo, Fourcade (2007) destaca que há três perspectivas teóricas: redes, instituições e performatividade. Fligstein e Dauter (2007) fazem uma crítica a essa divisão do campo da sociologia dos mercados, porque ela exclui outras perspectivas teóricas que deveriam estar no cerne do pensamento dos mercados enquanto estruturas sociais. Nas palavras dos autores, essas abordagens, individualmente, não apresentam uma representação teórica completa da estruturação social dos mercados.

A discussão entre as disciplinas pode fornecer mais clareza para o desenvolvimento da sociologia dos mercados. Isso significa que a sociologia pode incorporar as redes, os dispositivos

de mercado, os significados e valores, bem como a interação entre os governos e os próprios mercados (Fligstein & Dauter, 2007). Além disso, esses debates relacionais (Fourcade, 2007) podem tornar o desenvolvimento mais significativo do campo, onde estudiosos podem esclarecer divergências e melhorar a compreensão sobre os instrumentos do mercado, os comportamentos econômicos e as relações sociais.

Prosseguindo com a crítica, Fligstein e Dauter (2007) argumentam que alguns estudiosos discordam quanto à estrutura dos mercados, pois eles podem ser emergentes ou em equilíbrio para alguns ou em constante mudança para outros. A visão de Fligstein e Dauter (2007) é de que os mercados são sempre fluídos, com produtos e processos em constante mudança. Assim, a formação dos mercados não é baseada em uma atividade econômica restrita, mas envolve dinâmicas sociais e relações de poder. Além disso, essa estrutura baseada na ação dos agentes é influenciada por regras e normas do mercado. Logo, essa perspectiva alinha-se à perspectiva da teoria de campos que considera o contexto social mais amplo no qual as ações econômicas ocorrem (Ibidem).

Entender a formação do mercado e o papel que outros campos e o Estado têm em sua construção sempre foi um objetivo importante da sociologia econômica (Fligstein, 2001). Para esta tese, entender as estruturas de mercado implica em entender também a dinâmica de um campo em disputa. Por ser o mercado uma estrutura, a teoria de campo tem capacidade de explicar a ideia de mercado como um campo social (Fourcade, 2007). Assim, para entender a “estrutura dos mercados” (Fligstein, 2001; Bourdieu, 2005), também se faz necessário compreender a produção social entre agentes e práticas econômicas (Santiso, 1999). Essas percepções mostram como as orientações subjetivas de atores mediam as estruturas sociais para moldar o funcionamento dos mercados e discutem o processo dinâmico e complexo através do qual as organizações e os mercados surgem (Fourcade, 2007).

1.1 Caracterização da pesquisa

A teoria de campos de Bourdieu² (Bourdieu, 1985; Bourdieu, 1996), por exemplo, propõe outras visões à sociologia econômica sobre como os mercados são constituídos por processos sociais, políticos e culturais. É a ideia de estrutura caracterizada por um processo histórico, objetivo e constituído pela atividade humana (Bourdieu, 1989). A existência do campo econômico é

²A teoria de campos desenvolvida por Pierre Bourdieu se baseia, parcialmente, em intelectuais de raízes teóricas, como Max Weber (Kluttz & Fligstein, 2016) e o psicólogo social Kurt Lewin (Fourcade, 2007; Lim, 2021). A teoria traz uma percepção de estrutura que parte da ideia de distribuição de formas de poder e tipos de capitais em um determinado universo, lugares e momento (Bourdieu, 1996).

resultado de uma estrutura de relações de força que o caracteriza (Bourdieu, 2006). Essa estrutura de poder é constituída por uma ordem, resultado de ideais dominantes, instituições e capacidades materiais (Burnham, 1991).

Os agentes criam o espaço e conferem-lhe uma estrutura mutável (Bourdieu, 2005) que permite uma análise da dinâmica de conservação e transformação dessa estrutura e da distribuição das propriedades ativas que muda o espaço social (Bourdieu, 1998). Assim, o espaço social é um local de forças historicamente e objetivamente estruturado pelas práticas dos agentes (Masson, 2021) e ele não existe antes dos agentes (Bourdieu, 1989).

Sobre o Estado, a teoria de campos de Bourdieu (2014) sugere que ele é um metacapital³, um poder acima dos outros poderes. Ele é constituído de monopólio legítimo de violência física e simbólica (Bourdieu, 1996) e encarna-se, ao mesmo tempo, na objetividade de estruturas organizacionais e distintas, assim como na subjetividade derivante de estruturas cognitivas de percepção (Bourdieu, Wacquant e Farage, 1994). Para Bourdieu (2014), o Estado tem uma relação o mercado constituído por poder, estrutura, legitimação de práticas sociais e regulação. Nas palavras de Bourdieu (2014) em referência à obra de Polanyi, o mercado não se faz sozinho, pois é muitas vezes construído, ou ajudado a se construir, por meio do Estado. E nas suas próprias palavras, o mercado é um “artefato” construído pelo Estado.

Já a Teoria de Campos de Ação Estratégica de Fligstein (Fligstein & McAdam, 2012), fornece *insights* alternativos sobre como os espaços são estruturados. A contribuição de Fligstein e McAdam (2012) traz a ideia de que o campo se transforma ao longo de sua existência e a sua estrutura é uma noção de ordem lógica estrutural implícita que não opera independente de atores (Fligstein, 2011). Para Fligstein (2007) tudo acontece por meio de disputas entre atores estratégicos que envolvem ações, significados e interesses concentrados no coletivo. Por isso, Fligstein & McAdam (2012) consideram que os atores são o papel-chave da teoria, pois são dotados de disposições com poder de emergir e mudar o campo.

Na visão de Fligstein (2001), o mercado é uma troca estruturada, um campo, uma estrutura de construção social onde há dominantes e dominados, coexistindo sob a relação de um conjunto de entendimentos. A formação deste espaço inclui, além do Estado e empresas (Fligstein, 2001), os atores, regras, capitais e ordens. Para Fligstein (1996), o Estado intervém sobre o mercado de duas formas: intervenção direta e regulamentação. Para o autor, as regulamentações buscam promover regras gerais para seu funcionamento. Na ausência dessas regras que orientam a ação do mercado, atores podem aproveitar a oportunidade para criar ordens e, conseqüentemente, desordem. Essa percepção fica mais evidente quando Fligstein (1996) usa a metáfora de “mercado

³Detentor de diferentes tipos de capital, como capital simbólico, cultural, econômico, social, de força física, etc.

como política” para compreender a construção da estrutura social das empresas em um ambiente de controle, concorrência e organização.

Em suma, a teoria dos campos discute que o Estado parece ser uma entidade de múltiplas influências e desempenha múltiplos papéis sobre as estruturas sociais como as do mercado. A sugestão é de que o relacionamento entre Estado e mercado está enraizado em questões mais profundas de processos políticos e culturais (ver Fligstein, 1996; Bourdieu, 2006; Bichoffe, 2016).

1.2 Problema de pesquisa

Nesta pesquisa articulamos o caso das Agências de Classificação de Risco [ACRs] para analisar a relação entre o Estado e o mercado. Assim, buscamos responder à seguinte questão: Como as ACRs estruturam uma posição influente no núcleo dominante do mercado financeiro?

A cultura de crédito começou nos EUA no século XIX, quando a confiança em sua economia mostrava que credores estavam dispostos a arriscar dinheiro com novos mutuários (Olegário, 2006). Neste período, o compartilhamento de informações de crédito já era fundamental para a criação de confiança nos mercados dos EUA e quando empresas de relatórios de crédito desenvolvia habilidades cruciais para este fim (Olegário, 2006). Mais precisamente, essas Agências começaram no final do século XIX, quando Henry Varnum Poor fez história ao publicar o “History of Railroads and Canals in the United States”, com avaliação de empresas ferroviárias e canais dos EUA e, logo em seguida, em 1868, o famoso “Poor’s Manual of Railroad”. Neste período, as empresas do setor ferroviário desenvolviam projetos não diretamente financiados pelo governo. Por isso, as corporações buscavam fontes alternativas de capital e direcionaram sua atenção para oportunidades no mercado de títulos (Mattarocci, 2013).

O crescimento do mercado de avaliação de títulos ferroviários e canais nos Estados Unidos por essas agências, tornou-se evidente. O Estado começou desempenhar um papel mais ativo e criou incentivos para o crescimento do mercado de títulos. Isso tornou os investimentos mais atrativos para os investidores. O mercado de títulos foi estruturado com instrumentos emitidos pelo governo e os investidores normalmente não estavam expostos ao risco de inadimplência devido à força e poder dos emissores soberanos (Mattarocci, 2013).

No início do século XX, a habilidade empreendedora de outros atores foi fundamental para o crescimento das ACRs. Primeiro com John A Moody's, que lançou o “Moody’s Manual of Industrial and Miscellaneous Securities” em 1900, Luther Lee Blake que fundou a Standard Statistics Bureau, em 1906, e depois John Knowles Fitch que publicou o The Fitch Stock and Bond Manual, em 1913 (Cantor & Packer, 1995; White, 2009; Poon, 2012). O crescimento do mercado

era lento e o valor agregado oferecido pelas ACRs estava relacionado à oportunidade de coletar informações não disponíveis para outros investidores devido à baixa divulgação do mercado emissor (Mattarocci, 2013).

Em 1909, com a publicação da *Analysis of Railroad Investments* pela Moody's, o mercado de títulos ferroviários entrou em expansão (Cantor & Packer, 1995). Essa publicação introduziu um esquema de classificação nos moldes dos relatórios mercantis para avaliação de títulos (Poon, 2012). Para Sylla, o senso de inovação para classificação de títulos da Moody's em 1909 é o retrato da fusão de funções desempenhadas pelos relatórios de crédito, pelas agências de imprensa financeira especializada e pelos banqueiros de investimentos. Esses intermediários financeiros protegiam, compravam e distribuíam títulos de empresas ferroviárias, e colocavam sua reputação em jogo em cada negócio (Sylla, 2002).

No século XX, o mercado e a reputação das ACRs foram construídos com objetivo de resolver problemas entre compradores e vendedores, gerando uma autoridade epistêmica no mercado (Sinclair, 2005 [2018]) através da informação. Uma história baseada na relação formal com o Estado que se iniciou em 1931 com o Office Comptroller of the Currency (OCC) e o mercado. Desde o início, as ACRs marcaram vários momentos da economia global (Sinclair, 2003) e vários de crise, como o caso da Orange County (1994), Asian Financial Crisis (1997), Enron Corporation (2001) e Crise do Subprime (2008).

As ACRs influenciaram a mudança social por meio de suas práticas de cálculo e moldaram o comportamento e a tomada de decisão dos atores do sistema financeiro (Besedovsky, 2015; Bichoffe, 2017), conquistando um espaço privilegiado no mercado financeiro. Mais precisamente, nas últimas três décadas, as ACRs alcançaram novos níveis de relevância com o crescimento da importância das finanças na financeirização, o aumento do financiamento por títulos e a inserção regulatória de nações econômicas poderosas (Thomas, 2004; Schwarcz, 2017). Elas ampliaram a avaliação de risco e passaram a exercer um papel intermediário na promoção de informação e formação de mercados financeiros (Carruthers, 2013).

As classificações das ACRs norteiam a dinâmica do mercado financeiro e exercem poder sobre as organizações, tornando-as submissas a um regulador institucional (Bichoffe, 2017). Por isso, muitas vezes, o poder deste seletivo grupo pode afetar decisões privadas (Mintz & Schwartz, 1986). Ao fazerem julgamentos de credibilidade de entidades no mercado, as ACRs causam efeitos na sociedade quando transformam a política dessas mesmas entidades, exercendo também um trabalho político (Sinclair, 2005). De fato, é intrigante contemplar a estrutura de um campo que, por mais de um século, alcançou uma posição tão privilegiada no mercado financeiro. Talvez, por este motivo, a questão mais comum da literatura (Paundy, 2014; Kerwer, 2001; Isaia & Damilano,

2017; Kruck, 2018) seja entender por que, mesmo depois de tantas crises de legitimidade, as ACRs ainda atuam e exercem tanto poder sobre o mercado.

Observa-se que o triunfo dessas entidades, comumente conhecidas como “Big Three” (Moody’s, Standards & Poors e Fitch), continua com poder inabalável, abrangendo mais de 94% das avaliações de risco no mercado mundial (SEC/CGA, 2022) e avaliando, globalmente, trilhões de dólares em títulos de dívida, mesmo diante de crises de legitimidade. Diferente de outras questões na literatura, buscamos construir percepções mais profundas que explorem a posição deste campo no mercado financeiro e como o Estado e outros campos contribuíram para esse processo.

As ACRs são reconhecidas como as instituições mais influentes no mercado financeiro global. Autores como Mintz e Schwartz (1986), Sinclair (1994; 2003; 2005 [2018]) e Kerwer (1999) já discutiram sobre o poder dessas agências, enquanto outras pesquisas têm mostrado outras formas e evidências de poder como a capacidade de governar o mercado financeiro (Sinclair, 2005; Kerwer, 2006; White, 2018; Hung et al, 2022), afetar as corporações tornando-as dependentes de suas classificações (Sinclair, 2005; Akdemir & Karşlı, 2012), causar efeitos sobre organizações do mercado financeiro (Kerwer, 2005; Verster, et al., 2019), contribuir para constituição de políticas para evitar crises de dívida soberana (Paudyn, 2013; Barta & Johnston, 2023), gerar impacto direto em países em desenvolvimento (Elkhoury, 2009; Luitel, Vanpée & De Moor, 2016), causar pressões neoliberais com um tipo de força coercitiva (Soudis, 2015), acumular poder por meio de um montante de crédito e hegemonia financeira (Mintz & Schwartz, 1989) etc.

Essas instituições servem para direcionar as decisões de investimentos (Sinclair, 1994) e criar formas de autoridade no mercado para criação de políticas (Ferguson & Mansbach, 1991). Isso porque uma das características das ACRs é a capacidade de mudar dimensões estruturais de governos e corporações (Sinclair, 1994). Elas podem influenciar finanças públicas e decisões de formulações políticas quando direcionam governos a mudarem suas políticas internas com objetivo de adequar-se à procura de crédito (Sinclair, 2005). Assim, exercem um papel significativo na formação de política financeira global (Kessler, 2007), mesmo sem ter responsabilidade por seu papel regulatório global (Kerwer, 2005).

Notamos na literatura que a maioria dos debates que revela outras formas de poder em torno das agências é baseada em interpretações econômicas ortodoxas. Para Paudyn (2014), esse fato se justifica, porque há uma gama de economistas e analistas financeiros utilizando fatores de economia de escalas para explicar o espaço das classificações, atentando-se a uma noção abstrata economicista de realidade e poder. Essas abordagens, contudo, pouco revelam sobre a capacidade autoritária produzida por essas agências nos mercados globais de crédito e nos governos (Paudyn,

2014). E há motivos para isso: primeiro porque existe uma percepção de poder sobre mercados e investimentos (Kessler, 2007) e formas de alianças com instituições de governança global (Radosh-Hinder, 2023); segundo porque as ACRs têm o poder de influenciar a economia e estruturas financeiras, transformando as relações sociais em alianças dominantes de forças sociais (Sinclair, 1994) como a própria relação direta com o Estado.

Algumas pesquisas têm buscado entender essa relação por meio da regulamentação. Embora a institucionalização histórica dessas regulamentações (Sinclair; 2005; White, 2009; Poon, 2012; Malewska, 2019; Mennillo & Sinclair, 2019) seja muito importante, ela não é suficiente para compreender toda a estrutura de poder incorporada a essas agências. Pesquisadores como Kerwer (2001), Thomas (2004), White (2013), Sokolsky (2016) e Schwarcz (2017) já se empenharam em estudar os efeitos e as garantias cedidas por esse arcabouço regulatório. Outros (e.g., Kerwer, 1999; Kessler, 2007) buscaram compreendê-las como estruturas de monopólio de conhecimento para justificar sua influência na política financeira global.

O estudo de Sinclair (1994) destaca que a especialização em pesquisas de crédito tornou as ACRs capacitadas para análises especializadas. Essa especialização é baseada no conhecimento contínuo dos negócios e do grande número de títulos de dívidas que elas avaliam. A pesquisa de Sinclair foi a primeira a usar a perspectiva da economia política sobre as ACRs (Kerwer, 1999). A pesquisa é diferente de outros estudos, porque mostra como as ACRs garantem uma autoridade política importante para uma ordem mundial. Sinclair (1994) sugere que a inserção influenciadora das ACRs em blocos históricos dominantes – um conceito da tradição Gramsciana para se referir a uma aliança de forças sociais de grupos dominantes para moldar a sociedade (Gill & Law, 1989) – é uma das respostas para seu poder. Em outras palavras, as ACRs se posicionam relativamente neste espaço, junto a outros campos do mercado, como instituições econômicas de governança global e o próprio Estado. Essa ideia de que as ACRs estruturaram posição influente no núcleo dominante do mercado financeiro é importante para compreender “como” e “o que” historicamente elas construíram para ocupar esse espaço.

As percepções de Fligstein e McAdam (2012) mostram que a ideia de “domínio” surge quando existe uma relação entre dominantes e dominados, mas as ordens predominantes aceitas são do campo dominante. Essa dominação é reconhecida e legitimada por meio de forças historicamente construídas que reforçam a relação já estabelecida, impedindo que as relações de forças por classes dominadas se estruturam (Bourdieu, 2011). A dominação acontece pelo efeito indireto de um conjunto de ações realizadas em uma rede cruzada de limitações de cada um dos dominados pela estrutura do campo em que exerce dominação (Bourdieu, 1996). Os esquemas

estruturantes de dominação são sempre um esquema de divisão e hierarquização (Bourdieu & Boltanski, 2008 [1976]).

No mercado, uma parte desse domínio é concedido pelo Estado que, nas relações do mercado, atinge níveis de hierarquias por meio de reconhecimento e distribuição de divisões. Ele estabelece contratos sociais que relacionam dominantes e dominados, criando hierarquias nas decisões políticas e nas disputas internacionais (David & Lake, 2009). Outra parte do núcleo dominante são as Instituições de Governança global do mercado⁴ que promovem a manutenção, estabelecem ordem e influencia outros campos do mercado financeiro. Essas instituições (*e.g.*, IOSCO, FMI, Banco Mundial, BIS, etc) são conhecidas por justificarem sua legitimidade enfatizando um conhecimento especializado e técnico baseado em métricas de desempenho complexas para demonstrar competência e justificar autoridade (Stappert & Gregoratti, 2022). Existe uma relação entre as instituições de governança global com o Estado. Exemplo disso é que no nível global, uma forma de trabalho em conjunto é estabelecida pela relação entre atores estatais e não-estatais para criar regras globais entre países (ver mais em Lim, 2020).

Além disso, Ferguson e Mansbach (1991), Bichoffe (2017), Miglionico (2019) e Radosh-Hinder (2023) mostraram que as ACRs são alguns dos principais atores privados não estatais que se alinham aos objetivos gerenciais das instituições de governança global. Isso porque, assim como as ACRs, essas instituições têm uma estrutura de conhecimento técnico específico relevante para influenciar nas finanças globais (Kessler, 2007; Radosh-Hinder, 2023). Já com os campos estatais, as ACRs estabelecem uma relação direta através de regras federais (Carruthers, 2013).

1.2.1 Proposições e objetivos

Considerando estes pontos, é importante notar que até o momento, a teoria de campos não apresenta trabalhos empíricos que mostram como as ACRs estruturaram seu campo e relacionam-se com o núcleo dominante do mercado financeiro. A teoria de campos de Bourdieu (1977; 1992; 2006; 2005) e de Fligstein e McAdam (2012) podem sustentar a ideia de que o campo pode ser fortemente delimitado pelo Estado. A pesquisa de Nascimento e Sacomano Neto (2024), por exemplo, mostra que o Estado ajudou a constituir este campo através do engajamento de outros campos do mercado para validar o trabalho das ACRs. Assim, trazendo a ideia de mercado como campo (Bourdieu, 2005; Fourcade, 2007; Fligstein, 2021), é possível analisar a relação entre outros

⁴Na revisão de literatura foram encontrados outros nomes: Instituições de Governança Internacional (GGI's); Organismos Supranacionais; Organizações internacionais; Instituições transnacionais. Essas instituições são: Organização Mundial do Comércio [OMC], Fundo Monetário Internacional [FMI], Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico [OCDE], International Organization of Securities Commissions [IOSCO]; Banco Mundial e Banco de Compensações Internacionais [BIS].

campos em uma abordagem mais ampla de poder e influência no mercado mundial. É uma forma de análise para entender as relações construídas por diferentes homologias entre diferentes campos (Bourdieu, 1990) ou relação entre campos nas percepções de Fligstein e McAdam (2012) no nível global.

A teoria de Bourdieu (2006; 2005) também traz a ideia de que o campo pode ser afetado pela trajetória e pelos capitais acumulados pelos agentes. Dessa forma, é importante compreender que no limite do poder, os diferentes tipos de capitais das ACRs podem exercer efeitos estruturais que modificam sua posição relativa no espaço (Bourdieu, 2005). Os capitais são úteis para descrever o estado das posições sociais, permitindo aprofundar a dinâmica de conservação e transformação das distribuições de propriedades ativas do espaço social (Bourdieu, 1998).

A literatura (*e.g.*, Go, 2008; Nexon & Neumann, 2018; Bourdieu, 1998) têm mostrado como as formas de capital podem justificar posições dominantes e como a acumulação histórica de capitais pode favorecer posições privilegiadas em diferentes campos, explorando, inclusive, essas relações no nível global dos campos. São percepções que mostram como acontece o processo construtivo pelos quais os campos são historicamente estruturados por capitais e são uma forma de entender as hierarquias e dinâmicas sociais.

A Teoria de Campos de Ação Estratégica de Fligstein e McAdam (2012) também pode fornecer visões sobre como os atores tentam se reorganizar para impor suas posições em crises do campo. Isso porque a teoria foca nas ações de atores hábeis em espaços de “disputas” e/ou “cooperação”, trazendo contribuições sobre a dinâmica social e a estrutura dos campos do mercado. Na teoria, as crises são eventos que desorganizam um espaço social organizado, precisando de revisão de acordos. Assim, a teoria busca esclarecer que quando as crises se intensificam, os atores sociais são responsáveis pela reprodução de um determinado poder social (Fligstein, 2007) e ativam o que Fligstein & McAdam (2012) chamam de “episódios de contenção”, isto é, ações com objetivo de realizar manutenções e retomar a estabilidade do campo. Assim, as manutenções (episódios de contenção) para retomar a estabilidade do campo mostram como as crises podem ser superadas e estabelecem um novo ordenamento.

Considerando esses pontos, a tese busca responder à seguinte questão central: **Como as ACRs estruturam uma posição influente no núcleo dominante do mercado financeiro?** Da teoria de campos, pode-se entender que a estrutura de distribuição das formas de capitais e as relações que os campos estabelecem com outros campos é útil e importante para análise relacional dos campos em espaços de poder. Assim, o objetivo central desta tese é analisar como as ACRs estruturam uma posição influente no núcleo dominante do mercado financeiro. Para responder à questão, construímos três estudos fundamentados por objetivos, proposições e métodos distintos:

Proposição 1 - O Estado, por meio de medidas regulatórias, tem a capacidade de engajar vários outros campos para promover a legitimidade do trabalho performativo das Agências de Classificação de Riscos, cujo objetivo é fornecer ferramentas de cálculo para moldar os mercados. O objetivo desta etapa da pesquisa é mobilizar a teoria de campos para compreender a relação inter-campos entre o Estado e as Agências de Classificação de Riscos. Os objetivos específicos são: i) analisar a co-constituição dos campos estatais e do mercado com o campo das Agências de Classificação de Riscos; ii) descrever a regulamentação existente e situar as Agências de Classificação de Riscos e seus dispositivos de classificação na história mais ampla do Estado e do mercado; iii) analisar como a legitimação das Agências de Classificação de Riscos pelo Estado gera contextos sociais mais amplos que auxiliam no seu trabalho performativo.

Por meio de uma pesquisa documental histórica, analisamos alguns dos principais marcos e eventos regulatórios. Algumas das fontes de pesquisa são registros oficiais, como leis, regulamentos, relatórios e atas do governo dos EUA e de outras agências reguladoras, como Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC), International Monetary Fund (IMF), Committee On Governmental Affairs (CGA) e Securities And Exchange Commission (SEC).

Proposição 2 - A trajetória e o acúmulo de capital pelos atores do campo definiram a posição influente das Agências de Classificação de Riscos no núcleo dominante do mercado financeiro. O objetivo desta etapa de pesquisa é analisar a trajetória e o acúmulo de capital pelos atores do campo das Agências de Classificação de Riscos. Os objetivos específicos são: i) descrever e comparar os capitais das Agências de Classificação de Riscos Moody's e S&P; ii) analisar como a trajetória e acúmulo de capital pelos atores definiram a posição influente das Agências de Classificação de Riscos no núcleo dominante do mercado financeiro e; iii) entender na dimensão simbólica, a relação das ACRs com os campos do núcleo dominante do mercado.

Para esta etapa de pesquisa, foram construídas duas prosopografias das duas maiores ACRs do mercado, a Moody's e S&P, usando a análise histórica de capitais entre os anos 2000 e 2019. Para reduzir a complexidade dos dados, foram estruturadas seis Análises de Correspondência Múltipla [ACM], sendo elas: Capital comercial, Capital financeiro, Capital organizacional e social, Capital tecnológico, Capital cultural e Capital simbólico. As ACMs foram operacionalizadas no Software Spyder, programa de Linguagem de Programação Python que faz parte da plataforma de distribuição de código aberto para ciências de dados, o Anaconda, Inc.

Proposição 3 - As inovações financeiras operam como mecanismos de contenção para reorganizar a ordem do campo na crise. O objetivo desta etapa de pesquisa é analisar o papel da inovação financeira como mecanismo fundamental para reestruturar a ordem e estabilidade do campo das ACRs. Os objetivos específicos são: i) identificar e descrever as inovações financeiras

das ACRs na crise e ii) analisar como as ACRs acionaram os mecanismos de contenção por meio da inovação financeira.

Nesta etapa foi usada uma análise histórica de dados secundários, considerando um recorte temporal entre os anos de 2006 e 2011. Especificamente, foi analisado o período pré-crise (2006-2007) fundamentado pelo ápice das finanças estruturadas; o período de crise (2008-2009), fundamentado pela crise do mercado; e pós-crise (2010-2011), que representa um processo de recuperação e reestruturação do campo. Usando a técnica de análise de conteúdo, classificamos as inovações financeiras das ACRs nestes períodos, supracitando os motivos pelos quais foram criadas.

1.3 Justificativa e relevância

Do ponto de vista empírico, o estudo considera as relações com o Estado, outros campos de poder e governança global, objetivação de capitais e ordenamento de inovações para manter a estabilidade do campo. Neste sentido, são observados dois níveis na pesquisa: o nível macro que revela estruturas mais amplas entre os campos do mercado, mediado por regras e relações de poder; o nível micro que revela lutas entre agentes que tentam manter ou alterar as relações de forças existentes no campo (Bourdieu, 2006). A pesquisa também apresenta resultados empíricos que mostram todos os estados (emergência, estabilidade e transformações) do campo das ACRs, resultados estes ainda não discutidos em outras pesquisas científicas. Além disso, a pesquisa busca compreender as medidas e dimensões estruturais que objetivam a trajetória e os capitais acumulados pelos atores das ACRs.

Do ponto de vista teórico, o estudo apresenta contribuições que se fundamentam pela análise relacional entre as teorias da sociologia dos mercados (Fligstein e Dauter, 2007; Fourcade, 2007) e, mais precisamente, das teorias de campos de Bourdieu (1977; 1992; 2006; 2005) e Fligstein e McAdam (2012) e a performatividade e dispositivos do mercado e inovação financeira.

No primeiro artigo, buscamos construir um diálogo entre duas abordagens da sociologia econômica: a teoria de campos e a performatividade e dispositivos do mercado. Embora esse seja um dos maiores desafios da sociologia econômica (Fourcade, 2007), buscamos, através do Estado, mostrar a co-constituição dos campos que auxiliam na estruturação do campo das ACRs enquanto campo performativo. Mostramos que para o trabalho performativo das ACRs, é necessário haver uma análise sociocultural mais abrangente, uma relação complexa que acontece entre campos, atores, leis, regras e normas. Pelas teorias, mostramos que a co-constituição do campo das ACRs e seus dispositivos estão inseridos na história mais ampla do Estado e do mercado.

No segundo artigo, a tese apresenta um esboço teórico e empírico sobre a ideia de que as ACRs têm um nível de influência no núcleo dominante no mercado financeiro. A ideia de núcleo dominante assenta-se na perspectiva de que as ACRs estão inseridas na existência de instituições não-estatais capazes de mudar as decisões de investimentos e criar formas de autoridade no mercado junto ao Estado. Do ponto de vista teórico, observamos uma lacuna que envolve questões a serem discutidas sobre as ACRs nas teorias de campos de Bourdieu e Fligstein e McAdam (2012) no nível global dos campos. A teoria de campos traz implicações sobre como a estabilidade de um campo pode, em grande parte, estar relacionada à relação com outro campo e que a estabilidade de um funciona mais ou menos para reproduzir as ordens de atores mais poderosos (Fligstein, 2013). Essas formas de relações são definidas por forças que acontecem dentro e entre os campos. Além das análises relacionais ao nível global do mercado, buscamos entender como a estrutura de capitais das ACRs está associada à estrutura dominante neste mesmo nível. A contribuição se apoia na carência da literatura em explicar como uma estrutura de campo se fundamenta pelo uso de poder que ascende de recursos políticos e econômicos que adquiriram com o passar dos anos. Esses recursos podem ser provenientes da trajetória e de capitais que os atores acumulam ao longo dos anos. Inclusive o estabelecimento da relação com campos de poder.

Por último, discutimos a literatura de inovação financeira com a teoria de campos. Embora a literatura da sociologia sobre a inovação financeira concentre-se mais na ideia de performatividade (Engelen et al., 2016), mostramos que eventos do mercado, como as crises, têm papel relevante sobre o crescimento e implementação desses dispositivos. Para trazer a ideia da crise, inovação financeira e transformações no campo das ACRs, discutimos a teoria dos campos com a própria teoria da performatividade e outras perspectivas sobre crise para avaliar como as inovações financeiras se constituem em mecanismos de restabelecimento de ordem no campo.

REFERÊNCIAS

- Araujo, P. H. F. de. (2015). Polanyi e Granovetter a partir do Olhar de Lukács. *Economica*, 17(1). <https://doi.org/10.22409/Economica.17I1.P79>
- Akdemir, A., & Karşlı, D. (2012). An assessment of strategic importance of credit rating agencies for companies and organizations. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 58, 1628-1639.
- Masik, Aleksandr (2024). 1. On the issue of the theoretical foundations of state regulation of the economy, doi: 10.55186/2413046x_2024_9_8_348
- Barta, Z., & Johnston, A. (2023). *Rating politics: Sovereign credit ratings and democratic choice in prosperous developed countries*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198878179.001.0001>, accessed 7 Dec. 2023.

- Bichoffe, A. C. (2016). The cultural construction of brazilian sovereign credit risk market: between State and market. *Agenda Política*, 4(2), 34-77
- Bichoffe, A. C. (2017). Risco & Controle: Considerações sobre dispositivos de avaliação de risco de crédito e suas implicações na normalização de Estados Soberanos e regulação de mercados financeiros. *Revista TOMO*, (30), 69-113. <https://doi.org/10.21669/tomo.v0i0.671>
- Block, F. (2003). Karl Polanyi and the writing of the Great Transformation. *Theory and society*, 32, 275-306
- Bourdieu, P. (1977 [1972]). *Outline of a Theory of Practice*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bourdieu, P. (2014). *Sobre o Estado*. São Paulo. Companhia das Letras, ISBN-13 978-8535924350
- Bourdieu, P., & Boltanski, L. (2008 [1976]). La production de l'idéologie dominante. *Actes de la recherche en sciences sociales*, 2(2), 3-73. https://www.persee.fr/doc/arss_0335-5322_1976_num_2_2_3443
- Bourdieu, P. & Wacquant, L. J. (1992). *An invitation to reflexive sociology*. University of Chicago press.
- Bourdieu, P. (1985). The social space and the genesis of groups. *Social Science Information*, 24(2), 195-220. <https://doi.org/10.1177/053901885024002001>
- Bourdieu, P. (1989). *O poder simbólico*. Rio de Janeiro: Difel/BertrandBrasil.
- Bourdieu, P. (1990). *Coisas Ditas*. Tradução de Cássia R. da Silveira e Denise Moreno Pegorim. São Paulo: Ed. Brasiliense, 1990.
- Bourdieu, P. (1996). *The Rules of Art: Genesis and Structure of the Literary Field*, Cambridge: Polity Press
- Bourdieu, P. (1998). *The state nobility: Elite schools in the field of power*. Stanford University Press.
- Bourdieu, P. (2005). O campo econômico. *Política & Sociedade*, 4(6), 15-58. <https://doi.org/10.5007/%25x>
- Bourdieu, P. (2006). *As Estruturas Sociais da Economia*. Campo das Letras.
- Bourdieu, P. (2014). *Sobre o Estado*. São Paulo. Companhia das Letras, ISBN-13 978-8535924350
- Bourdieu, P.; Wacquant, L.; Farage, S. (1994). Rethinking the State: Genesis and Structure of the Bureaucratic Field. *Sociological Theory*, 12, 1, 1-18.
- Bourdieu, P. (1985). The social space and the genesis of groups. *Social Science Information*, 24(2), 195-220. <https://doi.org/10.1177/053901885024002001>
- Bourdieu, P. (2011). *Economia das trocas simbólicas*, São Paulo: Perspectiva.
- Carruthers, B. G. (2013). From uncertainty toward risk: The case of credit ratings. *Socio-Economic Review*, 11(3), 525-551. <https://doi.org/10.1093/ser/mws027>
- Cantor, R., & Packer, F. (1995). The Credit Rating Industry. *Journal of Fixed Income*, 5(3), 10-34.
- David, A., Lake. (2009). *Hierarchy in International Relations*
- Duxbury, S. W., & Haynie, D. L. (2021). Network embeddedness in illegal online markets: endogenous sources of prices and profit in anonymous criminal drug trade. *Socio-Economic Review*. <https://doi.org/10.1093/SER/MWAB027>

- Engelen, E., Ertürk, I., Froud, J., Leaver, A., & Williams, K. (2016). Reconceptualizing financial innovation: frame, conjuncture and bricolage. In: Engelen et al., *The Routledge Companion to Banking Regulation and Reform* (pp. 133-155). Routledge.
- Elkhoury, M. (2009). Credit rating agencies and their potential impact on developing countries. In: United Nations (orgs). *Compendium on debt sustainability and development*. New York and Geneva, United Nations Publications, 165-180. https://unctad.org/system/files/official-document/gdsddf20081_en.pdf#page=68
- Ferguson, Y. H., & Mansbach, R. W. (1991). Between celebration and despair: constructive suggestions for future international theory. *International Studies Quarterly*, 35(4), 363-386. <https://doi.org/10.2307/2600946>
- Fligstein, N. (1996). Markets as Politics: A Political-Cultural Approach to Market Institutions. *American Sociological Review*, 61(4):656-673. doi: 10.1002/9780470755679.CH11
- Fligstein, N. (2001). *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*. Princeton, NJ: Princeton University Press
- Fligstein, N. (2015). What kind of re-imagining does economic sociology need. *Re-imagining economic sociology*, 301-316.
- Fligstein, N. (2021). Innovation and the theory of fields. *AMS Review*, v. 11, n. 3, p. 272-289. <https://doi.org/10.1007/s13162-021-00202-2>
- Fligstein, N., & Dauter, L. (2007). The sociology of markets. *Annu. Rev. Sociol.*, 33(1), 105-128.
- Fligstein, N., & McAdam, D. (2012). *A theory of fields*. Oxford University Press.
- Fligstein, N. (2013). Understanding stability and change in fields. *Research in Organizational Behavior*, 33, 39-51.
- Fourcade, M. (2007). Theories of markets and theories of society. *American behavioral scientist*, 50(8), 1015-1034. <https://doi.org/10.1177/000276420729935>
- Granovetter, M. (1985[2017]). *Society and economy: Framework and principles*. Harvard University Press. LCCN 2016043756 | ISBN 9780674975217
- Granovetter, M. (1992). Economic institutions as social constructions: a framework for analysis. *Acta sociologica*, 35(1), 3-11.
- Hung, M., Kraft, P., Wang, S., & Yu, G. (2022). Market power and credit rating standards: Global evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 73(2-3), 101474. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101474>
- Isaia, E., & Damilano, M. (2017). Are rating agencies still credible after the subprime crisis?. *Corporate ownership & control*, 14(2), 80-85. <https://hdl.handle.net/2318/1623909>
- Krippner, G. R. (2011). *Capitalism on crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Harvard University Press Cambridge, Massachusetts, and London, England.
- Kerwer, D. (1999). Credit rating agencies and the governance of financial markets. *Stand*, 1, 1999. The Annual Meeting of the 'Society for the Advancement of SocioEconomics': Globalisation and the good society, Madison, Wisconsin, July 8-11
- Kerwer, D. (2001). Standardizing as governance: The case of credit rating agencies. *Common Goods. Reinventing European and International Governance*, 293-315.
- Kerwer, D. (2005). Holding global regulators accountable: the case of credit rating agencies. *Governance*, 18(3), 453-475. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0491.2005.00284.x>

Kerwer, D. (2006). Governing financial markets by international standards. In: Koenig-Archiburdi, M & Zurn, M. *New Modes of Governance in the Global System: Exploring Publicness, Delegation and Inclusiveness*, 77-100. <https://doi.org/10.1057/9780230372887>

Kessler, O. (2007). Risk, power, and authority: The changing politics of global finance. *Review of International Political Economy*, 14(2):357-370. doi: 10.1080/09692290701203722

Krippner, G. R. (2001). The elusive market: Embeddedness and the paradigm of economic sociology. *Theory and society*, 30(6), 775-810.

Kruck, A. (2018). Resilient blunderers: Credit rating fiascos and rating agencies?

Gill, S. R., & Law, D. (1989). Global hegemony and the structural power of capital. *International studies quarterly*, 33(4), 475-499. <https://doi.org/10.2307/2600523>

Go, J. (2008). Global fields and imperial forms: Field theory and the British and American empires. *Sociological theory*, 26(3), 201-229. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9558.2008.00326.x>

Mintz, B., & Schwartz, M. (1986). Capital flows and the process of financial hegemony: In: Zukin, S and DiMaggio, P., eds., *Structures of Capital: The Social Organization of the Economy*. Cambridge: Cambridge University Press. <https://www.jstor.org/stable/657176>

Masson, M. A. C. (2021). Campo e hegemonia: proximidades entre bourdieu e gramsci e a análise dos processos educacionais. *Aprender-caderno de Filosofia e Psicologia da Educação*, (26), 247-265. <https://doi.org/10.22481/aprender.i26.7734>

Maurer, A. (2012). *Economic Sociology: Bringing Back Social Factors*. InTech. <https://doi.org/10.5772/37080>

Mennillo, G., & Sinclair, T. J. (2019). A hard nut to crack: Regulatory failure shows how rating really Works. *Competition and Change*, 23(3), 266-286. <https://doi.org/10.1177/1024529419833870>

Miglione, A. (2019). *The governance of credit rating agencies: regulatory regimes and liability issues*. Edward Elgar Publishing.

Mattarocci, G. (2013). The independence of credit rating agencies: How business models and regulators interact. Academic Press

Lim, A. (2021). Global fields, institutional emergence, and the regulation of transnational corporations. *Social Forces*, 99(3), 1060-1085. <https://doi.org/10.1093/sf/soaa038>

Luitel, P., Vanpée, R., & De Moor, L. (2016). Pernicious effects: How the credit rating agencies disadvantage emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 38, 286-298.

Machek, O., & Hnilica, J. (2013). A stochastic model of corporate lifespan based on corporate credit ratings. *International Journal of Engineering Business Management*, 5, 45. <https://doi.org/10.5772/56918>

Malewska, A. (2019). Sources of power of the Big Three credit rating agencies in international financial markets. *Journal of Modern Science* 41.2 (2019): 157–168. <https://doi.org/10.13166/jms/110495>

Mirowski, P., & Nik-Khah, E. (2004). Markets made flesh: Callon, performativity, and a crisis in science studies, augmented with consideration of the FCC auctions. Paper presented to the workshop “The Performativities of Economics,” Paris

Nexon, D. H., & Neumann, I. B. (2018). Hegemonic-order theory: A field-theoretic account. *European Journal of International Relations*, 24(3), 662-686. doi: 10.1177/1354066117716524

- Paudyn, B. (2014). *Credit rating agencies and the sovereign debt crisis: Performing the politics of creditworthiness through risk and uncertainty*. Palgrave and Macmillan New York, NY. ISBN 978-1-349-45396-2. DOI 10.1057/9781137302779
- Polanyi, Karl. *A grande transformação*. Leya, 2013 [1944].
- Poon, M. (2012). Rating agencies. In: Cetina, K., K., & Preda, A. *The sociology of finance*. United Kingdom: Oxford University Press.
- Radosh-Hinder, S. (2023). Credit rating agencies. In: Sinclair, T. *International Organization and Global Governance*. Routledge. doi: 10.4324/9781003266365-35
- Raut, S. (2022). *Market and Socio-cultural Embeddedness (A Case of 'Subhan's Beauty Home', Bhaktapur and 'Ason' Market, Kathmandu)*. <https://doi.org/10.3126/bagisworij.v2i1.56335>
- Santiso, J. (1999). Analysts analyzed: a socio-economic approach to financial and emerging markets. *International Political Science Review*, 20(3), 307-330. <https://doi.org/10.1177/0192512199203005>
- Schneiberg, M., Goldstein, A., & Kraatz, M. S. (2022). Embracing Market Liberalism? Community Structure, Embeddedness, and Mutual Savings and Loan Conversions to Stock Corporations. *American Sociological Review*, 88(1), 53–85. <https://doi.org/10.1177/00031224221138079>
- Schwarcz, S. L. (2017). Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systematically Risky World. *William and Mary Law Review*, 58, 1345–1374.
- Sinclair T, J. (1994). Between state and market: Hegemony and institutions of collective action under conditions of international capital mobility. *Policy Sciences*. doi: 10.1007/BF01000068
- Sinclair, T. J. (2018 [2005]). *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Ithaca: Cornell University Press.
- Sinclair, T. J. (2003). Global Monitor: Credit Rating Agencies. *New Political Economy*, 8(1): 147–61. 10.1080/1356346032000078769
- Sylla, R. (2002). An historical primer on the business of credit rating. In: Carmen, R. M. L. G. M., & Reinhart, M. *Ratings, rating agencies and the global financial system*. Springer, Boston, MA.
- Sokolsky, S. (2016). *Regulating Credit Rating Agencies*. LAP LAMBERT Academic Publishing. ISBN 3659971707, 9783659971709
- Szelenyi, I., & Mihályi, P. (2021). Karl Polanyi: a theorist of mixed economies. *Theory and Society*, 50(3), 443–461. <https://doi.org/10.1007/S11186-020-09403-3>
- Soudis, D. (2015). Credit Rating Agencies and the IPE: Not as influential as thought? *Review of International Political Economy*, 22:4, 813-837. <https://doi.org/10.1080/09692290.2014.957234>
- Stappert, N., & Gregoratti, C. (2022). The Self-Legitimation of Global Governance Institutions. In: Bexell, M; Josson, K & Uhlin, A. *Legitimation and Delegitimation in Global Governance: Practices, Justifications, and Audiences*. United Kingdom, Oxford Press
- Steiner, P. (2017). A Plea for a Weberian Economic Sociology. *Archives Europeennes De Sociologie*, 58(3), 545–547. <https://doi.org/10.1017/S0003975617000352>
- Stoltz, D. S. (2018). Relations and Relationships: Clarifying the Terms of the 'New' Relational Economic Sociology. *The American Sociologist*, 49(1), 64–79. <https://doi.org/10.1007/S12108-017-9336-2>

Thomas, G. S. (2004). Rating Agencies: An American Policy Arm?. *Economic and Political Weekly*, 39, 4613–4615.

Verster, T., et al (2019). A motivation for banks in emerging economies to adapt agency ratings when assessing corporate credit. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 22(1), 1-11. <http://dx.doi.org/10.4102/sajems.v22i1.2818>

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://www.mercatus.org/research/policy-briefs/brief-history-credit-rating-agencies-how-financial-regulation-entrenched>

White, L. J. (2009a). 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

White, Lawrence, J., (2013). Credit Rating Agencies: An Overview. *Review of Financial Economics*, 5(1):93-122. doi: 10.1146/ANNUREV-FINANCIAL-110112-120942

White, L. J. (2018). The credit rating agencies and their role in the financial system. Forthcoming in E. Brousseau, ed., *Oxford Handbook on Institutions, International Economic Governance, and Market Regulation*, Oxford University Press , Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3192475>

Kluttz, D. N., & Fligstein, N. (2016). Varieties of sociological field theory. *Handbook of contemporary sociological theory*, 185-204.

Nascimento, R. R., & Neto, M. S. (2024). Credit rating agencies and the state: An inter-field regulated relationship. *Theory and Society*, 53(4), 795-828.

CAPÍTULO I

AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO E O ESTADO: UMA RELAÇÃO REGULADA INTER-CAMPOS

Resumo

Neste artigo, buscamos preencher uma lacuna explorando a complementaridade entre duas abordagens teóricas da sociologia: a teoria de campos e a performatividade. Assim, mobilizamos a teoria de campos para compreender a relação inter-campos entre o Estado e as ACRs. Especificamente, o artigo: i) analisa a co-constituição dos campos estatais e do mercado com o campo das ACRs; ii) descreve a regulamentação existente e situa as ACRs e seus dispositivos de classificação na história mais ampla do Estado e do mercado; iii) analisa como a legitimação das ACRs pelo Estado, gera contextos sociais mais amplos que auxiliam no trabalho performativo das ACRs. Com base em pesquisa documental histórica, analisamos alguns dos principais marcos e eventos regulatórios no campo das ACRs. Como resultado, a pesquisa reafirma o pressuposto de que, mesmo após a crise de credibilidade, o Estado é o mais significativo preditor de legitimidade, poder e influência que as ACRs detêm até hoje. Isso acontece porque o Estado fornece ações essenciais (como regulações) para a existência do mercado. Os resultados também sugerem que o Estado, por meio de medidas regulatórias, tem a capacidade de engajar vários outros campos para promover a legitimidade do trabalho performativo das ACRs, cujo objetivo é fornecer ferramentas de cálculo para moldar os mercados.

Palavras-chave: Agências de Classificação de Risco. Estado. Regulamentos. Teoria dos Campos.

1. INTRODUÇÃO

A história das Agências de Classificação de Risco [ACRs], ou comumente chamadas de Agências de Rating, é um campo de trajetória longa que atravessa por marcas de ascendência, influência, reputação e poder. Nas últimas três décadas, as ACRs alcançaram novos níveis de relevância com o crescimento da importância das finanças e dos agentes do mercado. Como a tomada de decisão em investimentos passou a se basear amplamente nos ratings de títulos emitidos por essas Agências (Carruthers, 2013), elas adquiriram influência significativa no mercado (White, 2009; Bichoffe, 2017).

Parte significativa da literatura sobre ACRs adota bases fundamentadas na racionalidade econômica para explicar a contabilidade e análise econométrica de suas classificações (Degos et al., 2010; Ulucan & Atici, 2013; Machek & Hnilica, 2013) ou retornos de investimentos (Moreira & Zhao, 2018; Abad, Ferreras & Robles, 2020; Balcilar et al., 2021). De certo modo, esses estudos trazem a ideia de que os fenômenos econômicos podem ser quantificados e analisados pelo cálculo, uma ferramenta importante para compreender a economia moderna (Weber, 2001) e as relações quantitativas e complexas que se estabelecem nos mercados.

Nas perspectivas da sociologia econômica, as ACRs e seus métodos de classificação estão associados a inúmeras questões contemporâneas da sociologia dos mercados e das finanças (Carruthers, 2010; Sinclair, 2010, MacKenzie, 2011; Bichoffe, 2016; Fourcade, 2017; Bichoffe, 2017; Besedovsky, 2018). Enquanto alguns estudos têm focado em linhas relacionais da sociologia para compreendê-las por meio de um processo construtivo mais complexo, outros, em sua maioria, usam percepções de performatividade e dispositivos do mercado para entender como a calculabilidade de seus métodos influencia a economia. Isso porque para esses teóricos, a performatividade é capaz de explicar a centralidade dos mercados na sociedade moderna (Fourcade, 2007), e apresenta abordagens que podem ser analisadas à luz dos dispositivos.

A performatividade sugere que as teorias financeiras moldaram os mercados financeiros ao invés de apenas descrevê-los (Callon, 1998; Callon & Muniesa, 2005; Mackenzie, 2006; MacKenzie, 2008) e torna capacidades do conhecimento e ações econômicas baseadas nos instrumentos. Esses instrumentos, por sua vez, permitem explorar a calculabilidade no domínio econômico e dispositivos técnicos de mercado (Kalthoff, 2005), onde a racionalidade matemática orienta e molda os mercados por meio de métodos cada vez mais quantitativos baseados nas regras e na compreensão objetiva. A “virada pragmática” na sociologia econômica (Muniesa, Millo & Callon, 2007) pode ser o aspecto central para justificar a forma pela qual os cientistas sociais optaram por seguir. Essa premissa de que estudos e atividades econômicas, em geral, são baseados numa série

de contribuições que consideram regimes de valor e múltiplas convenções de avaliação (Muniesa, Millo & Callon, 2007) pode ter desviado um tanto a atenção de perspectivas que abordam os contextos sociais, culturais e políticos.

Os debates relacionais na sociologia econômica (Fourcade, 2007), no entanto, podem tornar a relação entre dispositivos, comportamento econômico e as estruturas dos campos sociais mais significativa. Apesar do encorajamento de Fourcade (2007), Mirowski & Nik-Khah (2004) e Fligstein & Dauter (2007) sobre o diálogo entre as abordagens da sociologia econômica, são ausentes as tentativas de conciliar a literatura de performatividade e dispositivos com um contexto mais amplo, que envolve o campo, o Estado, o mercado e os atores.

Fourcade (2007) pontua que um dos maiores desafios da sociologia, é conectar as análises performativas à análise de campo. Isso acontece porque a performatividade surge de várias interações, tornando a agência individual dos atores menos complexa e menos associável à construção do campo social, enquanto a teoria de campos vê como os atores são importantes para a capacidade de moldar as estruturas de um campo (Fourcade, 2007). Assim, para um diálogo entre as abordagens, a autora sugere que performativistas não ignorem que tecnologias de mercado na economia são assumidas em um conjunto de condições sociais que muitos estudiosos científicos desconsideram.

As concepções teóricas de Fligstein e McAdam (2012) e algumas da teoria de campo de Pierre Bourdieu (Bourdieu & Wacquant, 1992; Bourdieu, 1985; Bourdieu, 2005) podem mostrar como os campos do mercado são influenciados por um ambiente institucional mais amplo que inclui leis e regulamentos (Bourdieu, 2005). As análises sobre a inter-relação entre campos são importantes, porque buscam explicar como campos (estatais e não-estatais) e atores relacionam-se através da política (Fligstein, 1996) cultura e poder (Fligstein & McAdam, 2012) para construir um espaço social.

Consideramos a percepção central de que pela performatividade se tem a capacidade de entender como dispositivos podem auxiliar na estruturação dos mercados (Callon, 1998). Aliás, os dispositivos permitem seu crescimento e maturidade (Velthuis, 2020). Mas a ideia de institucionalização de teorias, modelos e dispositivos no mercado envolve um arranjo histórico muito maior. Por isso, inferimos que perspectivas sociais devam ser consideradas para entender a institucionalização e a dinâmica social que se insere em todo processo. O próprio Callon (2007) observa que para uma teoria se tornar parte do mercado, precisa de processos históricos complexos que incluem adaptação e integração às práticas do mercado. Assim, enquanto Beunza e Ferraro (2019) sugerem que o trabalho performativo é realizado por fornecedores de ferramentas de

cálculo, o nosso argumento é que o mercado e, principalmente o Estado, promovem e legitimam os fornecedores de ferramentas de cálculo no mercado.

Uma dimensão importante que envolve a influência e intervenção do Estado sobre o trabalho performativo das ACRs é a regulamentação que legitima e institucionaliza os dispositivos e modelos econômicos, incorporando-os à dinâmica do mercado. Desta forma, nossa pesquisa aborda a história e as regulamentações das ACRs e seus dispositivos. Em diferentes áreas de estudos (Wyatt-Brown, 1966; Cantor & Parker, 1995; Sinclair, 2005; Poon, 2012), a história das ACRs tem sido amplamente difundida. Na maioria das vezes, os estudos históricos têm focado nas regulamentações e buscado entender sua efetividade (Nataf, De Moor & Vanpée, 2018), os gargalos e falhas (Hemraj, 2015; Mennillo & Sinclair, 2019) e os conflitos provenientes (Frost, 2007; Bruner, 2008). Embora os estudos tragam questões importantes no âmbito das regulamentações, não se nota aqueles que especificam as relações de força entre o mercado, as ACRs e o Estado. Assim, nossa pesquisa tenta responder à seguinte questão: como a estrutura regulatória do Estado e a relação entre diferentes campos do mercado foram fundamentais para construir o espaço de atuação das ACRs e legitimar seus dispositivos?

Responder essa questão é importante, porque mostra que o estabelecimento dos dispositivos do mercado acontece por meio de um arranjo histórico mais profundo. Assim, este artigo propõe: mobilizar a teoria de campos para compreender a relação inter-campos entre o Estado e as ACRs. Especificamente, o artigo: 1) analisa a co-constituição dos campos estatais e do mercado com o campo das ACRs; 2) descreve a regulamentação existente e situa as ACRs e seus dispositivos de classificação na história mais ampla do Estado e do mercado; 3) analisa como a legitimação das ACRs pelo Estado gera contextos sociais mais amplos que auxiliam o trabalho performativo das ACRs no mercado.

A análise começa na década de 30 quando o mercado financeiro passa a depender das classificações das ACRs, e o Estado inicia as primeiras intervenções regulatórias para o novo modelo de mercado (Poon, 2012; Bichoffe, 2017). Por meio de uma pesquisa documental histórica, analisamos alguns dos principais marcos e eventos regulatórios. Algumas das fontes de pesquisa são registros oficiais como leis, regulamentos, relatórios e atas do governo dos EUA e de outras agências reguladoras. Os resultados da pesquisa reafirmam o pressuposto de que mesmo após crises de credibilidade, o Estado é o maior previsor de legitimidade, poder e influência que as ACRs detêm até hoje. Os resultados sugerem que o Estado, por meio de medidas regulatórias, tem a capacidade de engajar vários outros campos para promover a legitimidade do trabalho performativo, isto é, das ACRs, cujo objetivo é fornecer ferramentas de cálculo para moldar os mercados.

2. CAMPOS E RELAÇÃO INTER-CAMPOS: O ESTADO E O MERCADO

A teoria de campos, preeminentemente desenvolvida por Pierre Bourdieu, se baseia parcialmente em intelectuais de raízes teóricas, como Max Weber (Kluttz & Fligstein, 2016) e o psicólogo social Kurt Lewin (Fourcade, 2007; Lim, 2021). Atualmente, a teoria é difundida para análises em diversos campos da vida social como na política (Dubois, 2018), economia (Bourdieu, 2005), comunicação (Bourdieu, 1997; Benson & Neveu, 2010; Duval, 2010) e etc.

Bourdieu conceitua campos como “espaços estruturados de posições cujas propriedades dependem das posições nestes espaços, podendo ser analisadas independentemente das características de seus ocupantes” (Bourdieu, 1983, p. 89). A dinâmica de poder se estabelece com base na posição dos grupos dentro do espaço mais amplo onde alguns possuem mais influência e controle do que outros (Bourdieu, 1985). Atualmente, existe outra variação da teoria de campos focada na atuação de atores hábeis. Na teoria de Fligstein e McAdam (2012), o conceito de campo é uma ordenação hierárquica formada por diversos atores munidos de recursos buscando por vantagens.

A teoria de Fligstein e McAdam (2012) revela que em todas as fases do campo (emergência, estabilidade, transformação e crise) há diferentes formas de atuações, atores, regras, instituições e relações entre outros campos. No estágio de emergência do campo, por exemplo, alguns estudos (Kauppinen, Cantwell, & Slaughter, 2017; Candido et al., 2018; Fligstein, 2021) revelam a importância da construção cultural, social e política na estruturação de mercados. Essa é a fase em que todos os elementos (os atores, as ordens, as regras, as instituições e as relações existentes entre outros campos) dentro deste campo ficam em fluxo (Fligstein, 2013). É diferente do campo estável onde as mudanças nas posições dos atores do campo são graduais (Ibidem). Já nos estados de transformação e reprodução, as condições de “poder e incerteza” fazem com que os atores ampliem suas ações para moldar o campo.

A incidência que campos são embutidos em teias complexas de outros campos revela que um campo pode ser afetado e incorporado a outros (Fligstein, 2013). A relação inter-campos é a forma com que os campos mantêm relações através de vínculos (Fligstein & McAdam, 2012). A interação de diferentes campos (Bourdieu, 1989) promove outras formas de análises como as relações de dependência e interdependência, campos estatais e não-estatais, campos próximos ou distantes (Fligstein & McAdam, 2012).

As relações de dependência e interdependência são níveis de análise que se baseiam no nível de forças que um campo exerce sobre o outro. Campos com laços interdependentes acontecem quando dois campos exercem força mais ou menos igual sobre o outro enquanto dependentes estão relacionados à capacidade real de um campo produzir efeitos sobre outro com maior força

(Fligstein & McAdam, 2012). Esses laços são algumas das principais fontes de transformações e estabilidade entre os campos. Se considerarmos que a estabilidade de um campo pode, em grande parte, estar relacionada a relação com outro campo (Fligstein, 2013), também podemos considerar que se um campo entra em crise um outro campo dependente deste também entra em crise.

Por se tratar de uma estrutura, a concepção de campo tem capacidade de explicar a ideia de mercado como um campo social (Fourcade, 2007). Isso ocorre, porque o campo proporciona análises das estruturas sociais do mercado caracterizadas pelas relações de poder e competição entre vários atores. A ideia do mercado como campo (Fligstein, 2001; Baker, 1984; Bourdieu, 2005; Fourcade, 2007; Fligstein, 2021; Candido et al., 2022) pode ser usada para compreender a dinâmica que inclui os atores, os capitais, as regras, as ordens, etc. É uma estrutura social em que não se trata apenas do mercado de compra e venda de títulos, mas sim de um sistema social complexo, com um conjunto próprio de normas, valores e estruturas (Baker, 1984).

Na literatura, a sociologia econômica foca em entender a formação mercado e o papel que as empresas e o Estado tem em sua construção (Fligstein, 2001). Por essa percepção, a relação entre o Estado e organizações pode ser analisada pela conexão entre campos estatais e não-estatais. A distinção de campos estatais e não-estatais é outra forma de definir a relação entre campos já que o nível de contenção geral dos campos da sociedade e dos campos estatais são altamente correlacionados (Fligstein & McAdam, 2012). Embora o campo Estatal seja poderoso para definir formas de dependência e mudanças sobre outros campos também podem ser dependentes do apoio de campos não-estatais poderosos. Esses campos poderosos podem criar um certo tipo de previsibilidade e segurança onde podem não ser ameaçados.

Os poderes do Estado são importantes porque eles são capazes de controlar e orientar uma construção social e as estruturas de relações de diferentes agentes que contribuem de diferentes formas para modificação do campo (Bourdieu, 2005). Isso acontece “porque somente os atores estatais têm a autoridade formal para intervir, estabelecer regras e, em geral, pronunciar-se sobre a legitimidade e viabilidade da maioria dos campos não-estatais” (Fligstein & McAdam, 2012, p. 19).

2.1 Campos e o Estado: lógicas e instituições

Os estudiosos da economia política foram os primeiros a pensar sobre a ligação entre o Estado, as leis e os mercados (Fligstein & Dauter, 2007). A ideia de campo estatal é importante para o estudo porque ela tem potencial para mudar a estabilidade da maioria dos campos e afetar as concepções de controle e a dinâmica dos mercados (Fligstein & McAdam, 2012). As relações instauradas por meio de regras e normas formam uma estrutura social capaz de moldar o comportamento e as decisões dos indivíduos no mercado (Baker, 1984). Além disso, moldam o

comportamento dos próprios atores estatais que também são moldados pela disputa de poder e interesses de vários grupos sociais (Bourdieu, Wacquant & Farage, 1994).

Diferentes grupos na sociedade implicam que regras frequentemente refletem os interesses de alguns grupos em detrimento de outros (Fligstein, 2001). A forma com que o Estado cria as leis e regras mostra como a regulação financeira e a relação entre governo e mercado pode ser orientada. Por meio das ações do Estado, atores dos mercados podem adquirir vantagens (recursos) políticos ou econômicos, crescerem e se desenvolverem ao longo do tempo (Fligstein & McAdam, 2012). Isso porque as leis não são apenas para regular um campo social (Edlman, Uggen & Erlanger, 1999), mas para garantir uma relação de vantagens políticas e econômicas de ambos os lados.

Fligstein & McAdam (2012) rejeitam a ideia de um estado singular hegemônico, pois para eles, o Estado é constituído de um sistema denso de campos interdependentes. Como faz parte de um sistema estatal maior, os autores os comparam como uma “boneca russa”, uma estrutura vertical alinhada. Esses campos estatais são como grandes sistemas compostos de muitas partes conectadas que funcionam juntas, semelhantes a outros grupos ou organizações. Eles estão inseridos em redes complexas de campos que se tornam vulneráveis assim como acontece em todos os ambientes de campo.

Fligstein mostra em alguns estudos (Fligstein, 1996; Fligstein, 2001; Fligstein & McAdam, 2012) que as regras são moldadas conforme os interesses dos grupos dominantes e os atores estatais raramente buscam transformá-las intencionalmente, a menos que grupos dominantes enfrentam uma crise. Isso ocorre porque as regras de funcionamento nos mercados são comumente alinhadas aos interesses dos grupos dominantes (Fligstein, 1996).

Pesquisas importantes (e.g., Polanyi, 1944/2013; Block, 1981; Fligstein, 1996; Eleswarapu & Venkataraman, 2006; Krippner, 2011; Lim, 2021) no campo das ciências sociais refletem sobre o papel do Estado nos mercados. Na maioria desses estudos indicam que o Estado deva ser imparcial, regulador e escuso de interesses econômicos (Evans, Rueschemeyer & Skocpol, 1985). Quando Polanyi (2013) defende o papel do Estado na regulação e proteção da sociedade contra as forças desestabilizadoras de um mercado sem regulação, também defende a ideia de que o Estado atue de forma equilibrada para evitar que a lógica do mercado ultrapasse o bem-estar e a estabilidade social. Fligstein (1996) também argumenta que o Estado desempenha um papel crucial na organização e estabilidade dos mercados fornecendo condições estáveis e confiáveis para as empresas operarem. Além disso, atua na formação e na manutenção contínua que pode interferir no *status quo* e alterar as regras de cooperação e competição.

De certo modo, o Estado parece ter uma condição hegemônica que de nenhuma forma pode ser controlada. Embora essa condição particular seja apoiada por alguns autores (e.g., para Bourdieu, Wacquant & Farage (1994), o Estado é tipo de meta-capital), é importante notar que outros baseados nas influências de interesses econômicos argumentam o contrário. Dardot e Laval (2016), por exemplo, escreve que a força motriz da história é o poder do capital que subordina o Estado e a sociedade e coloca-os à serviço da acumulação. Ou fica mais evidente quando estudos da teoria institucional (DiMaggio & Powell, 1983; North, 1991), sociologia dos mercados (Fligstein, 2001; Block & Evans, 2005; Fourcade, 2007), teoria dos campos (Bourdieu, Wacquant & Farage, 1994; Fligstein, 1996; Fligstein & McAdam, 2012) reforçam que o Estado pode ser influenciado por grupos/campos de grande poder. Neste caso, os dominantes podem usar seu capital para exercer pressões sobre o Estado para conseguir modificações a seu favor (Bourdieu, 2005).

Na teoria de campos de ação estratégica de Fligstein & McAdam (2012), a relação entre os campos do Estado e campos não-estatais não é totalmente unidirecional, pois a estabilidade de campos estatais depende do apoio que recebem ou desafios que enfrentam de campos não-estatais importantes. Neste caso, os campos do Estado podem se organizar para apoiar interesses de campos não-estatais que ajudaram na sua estruturação (Fligstein & McAdam, 2012).

Krippner (2011) também analisou o papel do Estado no setor financeiro. No estudo, a autora discute as implicações da financeirização da economia destacando o impacto na desigualdade, na estabilidade econômica e na capacidade regulatória do Estado. Assim, o papel do Estado está nas escolhas políticas governamentais específicas como aqueles que resultaram no crescimento da importância das finanças no capitalismo contemporâneo (Krippner, 2011). Para a autora, o papel do Estado no surgimento e crescimento do setor financeiro, por exemplo, foi guiado por interesses mútuos (estado e mercado).

As regulamentações são meios pelos quais campos estatais e não-estatais se comunicam (Fligstein & McAdam, 2012). Melhor discutidas na abordagem das lógicas institucionais (Thornton, Ocasio & Lounsbury, 2012), as regulamentações estabelecem relações com as instituições, as organizações e os indivíduos. Thornton & Ocasio (1999; 2008) definem lógicas institucionais como padrões históricos socialmente construídos de práticas materiais, valores, crenças e regras pelos quais indivíduos produzem e reproduzem a sua subsistência material, organizam o tempo e o espaço e dão sentido à sua realidade social. Isso significa que lógicas institucionais estão ligadas às substâncias mais profundas que orientam as práticas (Friedland, 2017).

Os objetos institucionais são distintos, esparsos e onipresentes; são símbolos performativos, produtivos e materiais dos bens comuns usados e procurados na prática (Friedland & Arjaliès, 2021). Os autores discutem os objetos como modelos econômicos que ajudam criar e

manter valores e crenças sociais. Para eles, esses objetos se tornam valiosos quando pessoas passam acreditar que eles representam algo, por meio de uma ideia ou princípio compartilhado. As pessoas usam objetos institucionais conforme o entendimento do grupo, assim, ajuda a tornar esses padrões reais. Para Friedland (2017), a lógica institucional engloba uma fusão de performatividade e produtividade que incorpora a credibilidade. Existe um elemento metafísico nas práticas institucionais, um fundamento subjacente do senso comum e da razão que dá sentido de propósito e racionalidade a aspectos materiais da vida institucional.

A teoria de campos, no entanto, busca relacionar as instituições, as regras e atores, de modo a entender a dimensão das ordens lógicas que acontecem nas fases de campos. Ao se referir a lógicas institucionais, Fligstein e McAdam (2012) consideram um conceito muito amplo para capturar os significados compartilhados da dinâmica do campo. Para sua teoria, Fligstein e McAdam (2012) defendem que há quatro categorias a serem analisadas: o que está em jogo [mesmo que Bourdieu & Wacquant, 1992], os atores, o conjunto de entendimentos compartilhados e o quadro interpretativo. Isso, sequencialmente, significa que os atores no campo concordam com a situação existente, mas não necessariamente sobre o quão justa ela é; alguns atores são mais poderosos e entendem suas relações com outros; todos conhecem as regras e quais ações são aceitáveis no campo e diferentes atores veem as coisas do seu próprio ponto de vista. De acordo com os autores, todos esses quatro aspectos das estruturas do campo podem ser agrupados na visão convencional das lógicas institucionais.

Embora, convergentemente, as lógicas institucionais incorporem o entendimento de como as instituições (lógicas no nível macro) moldam estabilidade e mudança nos indivíduos e nas organizações (Thornton & Ocasio, 2008), essa maneira relacional de Fligstein e McAdam (2012) para interpretá-las é mais fácil para compreender os contextos das situações e os efeitos individuais. Isso porque as ações de atores funcionam em torno diferentes situações e contextos que mudam por diferentes percepções e tempo. Fligstein e McAdam (2012) sugerem que nas lógicas, quando todos concordam com o que está acontecendo, ignoram as disputas de poder e as regras criadas para benefício dos mais poderosos. Convergentemente, assim como na teoria de campos, a lógica é uma abordagem relacional que une objetos e pessoas (Zelizer, 2012).

Com ênfase na “lógica dominante” e no estado habitual das rotinas cotidianas, os teóricos institucionais enfatizam a estabilidade e a reprodução rotineira dos campos organizacionais (Fligstein & McAdam 2012). As lógicas, no entanto, são importantes porque trazem a percepção de que há conflitos. Isso normalmente acontece quando outras lógicas entram em jogo e causam mudanças em lógicas dominantes de um campo organizacional (Consiglio, et al, 2010; Thornton &

Ocasio, 2008). Mas essa dinâmica não é sobre o grau que uma lógica domina outra (Apkarian, 2018), mas sobre transformações e justificativas que ocorrem de uma para outra.

3. PERFORMATIVIDADE, DISPOSITIVOS E TEORIA DE CAMPOS: THE MISSING LINK?

Fourcade (2007) escreve que um dos maiores desafios da sociologia é conectar as análises performativistas com as análises de campo. A convergência mais considerável entre a performatividade e teoria de campos é a abordagem da Teoria do Ator-Rede [ANT] (Callon, 1986; Law, 1994; Latour, 1987) que busca entender o que os atores fazem quais práticas utilizam e as redes em que se inserem para criar um mercado. Assim como é visto na teoria de campos, a análise de redes enfatiza o pensamento relacional, isto é, a posição relativa dos atores num espaço particular baseada em atributos (Fourcade, 2007).

Porém, ao contrário de grande parte das análises de redes, a teoria de campos não se baseia na interação social pura (Fourcade, 2007). Embora alguns casos remontem a possibilidade de conexão entre ANT e campos (e.g De Nooy, 2003, Silber, 1995), Fourcade (2007) sugere que a maioria dos estudos tem ignorado essa ligação. Isso acontece porque teóricos das redes interessados em performatividade não veem muito efeito do governo e leis sobre as relações entre os atores, empresas e gestores do mercado (Fligstein & Dauter, 2007).

De fato, algumas acepções teóricas limitam o diálogo entre performatividade, dispositivos e teoria de campos por não considerarem a abstração dos limites que cada abordagem pode ter. As raízes desse conflito podem ser as críticas que os performativistas fazem aos sociólogos e os sociólogos que retribuem afirmando que os performativistas ignoram aspectos relacionais para formação do mercado. Fligstein e Dauter (2007), por exemplo, citam que os performativistas criticam o trabalho dos sociólogos, pois eles ignoram como os mercados são estruturados pela interação entre atividades econômicas, descobertas científicas e novas tecnologias.

Os performativistas acreditam que os sociólogos buscam criticar as visões econômicas tradicionais e não em como economistas ajudam a criar mercados (Fligstein & Dauter, 2007). Ao contrário, os performativistas ignoram que tecnologias de mercado na economia são assumidas em um conjunto de condições sociais e que as relações de poder entre diferentes tipos de atores e organizações são consideráveis para as análises dos dispositivos do mercado (Fourcade, 2007).

Conforme Beckert (2007), a estrutura social dos mercados exerce influência sobre as preferências dos atores e orienta suas escolhas nos processos de transformação. Isso acontece porque as economias de mercado são construídas política e socialmente (Polanyi, 2013) e os

elementos para a estrutura dos mercados (Fligstein, 2001; Bourdieu, 2005) como produção social entre agentes e práticas econômicas (Santiso, 1999) são totalmente válidos à constituição dos mercados. O caminho para a performatividade é fazer como MacKenzie (2006) e mostrar que a construção do mercado é repleta de pessoas, interesses e pressupostos culturais específicos em condições políticas, jurídicas e econômicas para ganhar dinheiro (Fourcade, 2007).

3.1 Performatividade e a relação Estado-mercado

A principal ideia de performatividade é que as teorias financeiras moldam os mercados e transformam produtos financeiros complexos em instrumentos comercialmente utilizáveis (Mackenzie, 2006; MacKenzie, 2008). Mesmo que o estabelecimento dos modelos e ferramentas exijam uma análise relacional complexa, a abordagem performativa (Callon, 1998) não busca este foco. Aliás, a maioria dos estudos sobre o estabelecimento de modelos, dispositivos e ferramentas no mercado (e.g., MacKenzie & Millo, 2003; Preda, 2006) focam na história e, mesmo que perceptíveis, desconsideram outros arranjos relacionais, como o Estado, outros campos do mercado e atores.

Iniciamos essa discussão com o Estado, até porque a troca mais importante que um campo pode ter é aquela que se estabelece com ele (Bourdieu, 2005). Simultaneamente, a análise do Estado permite entender a formação do mercado (Fligstein, 2001; Krippner & Alvarez, 2007), o processo político para a formação das instituições e como ele pode influenciar na estabilidade e transformação das mesmas (Fligstein, 1996). Isso porque suas estruturas políticas podem incluir regulamentos, políticas, leis que moldam as estruturas de poder e distribuição de recursos e oportunidades (Antonie, 2021).

A forma como o Black-Scholes-Merton [BSM] foi legitimada no mercado (MacKenzie e Millo, 2003), por exemplo, revela como o modelo ganhou autoridade no mercado por meio das regulamentações e pelas políticas. A história do modelo dá ênfase a atores estatais como Suprema Corte dos Estados Unidos, Comitês, Securities and Exchange Commission [SEC], etc., que foram imprescindíveis para estruturação do campo. Além disso, a atuação particular de reguladores do governo (e.g., SEC) que suspeitava dos derivativos do modelo BSM por ter uma memória histórica associada às práticas ilícitas dos mercados na década de 20, faz com que demorasse um tempo considerável para ser institucionalizado no mercado (MacKenzie & Millo, 2003). Isso acontece, porque o Estado atua para regulação e orientação, de modo que a lógica do mercado não ultrapasse a estabilidade social (Polanyi, 2013[1944]).

As empresas patrocinadas pelo governo (Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac) também é outro exemplo de como o Estado desempenha um papel muito importante nas transformações

do mercado, quando facilitou o uso do sistema de pontuações da Fair, Isaac and Company [FICO] na década de 90 (Poon, 2007; 2009). O sistema, além de ser usado por agências do governo, tornou-se uma ferramenta fundamental no setor financeiro afetando como empréstimos eram concedidos e administrados (Ibidem). Além disso, por meio dessas mesmas empresas “quase-públicas”, a história dos títulos lastreados em hipotecas [MBS] foram criados pelo governo dos EUA para proteger investimentos em empréstimos imobiliários e ajudar as pessoas a comprarem casas sem aumentar o déficit nacional (Fligstein & Goldstein, 2011).

O Estado se encarna em objetividade, isto é, na forma de estruturas organizacionais e também em subjetividade, isto é, formas de estruturas mentais e categorias de percepção e pensamento (Bourdieu, Wacquant & Farage, 1994). Quando Bourdieu (2005b) analisa o comportamento dos indivíduos no mercado imobiliário, nota que ele muda de acordo com a influência de poderes estaduais e locais na construção do mercado. Para o autor, isso implica que a economia inclui fatores culturais onde as escolhas pessoais e ações governamentais estão relacionadas. Assim, essa análise pode fornecer como que as normas e valores orientam o comportamento de atores dentro do campo identificando os eventos e processos em que as estruturas e regras são formuladas.

Mirowski e Nik-Khah (2004) escrevem que na literatura há muitas críticas sobre a performatividade, pois ela se aproxima muito da teoria econômica neoclássica e preconiza os interesses materiais e preocupação excessiva com a engenharia econômica e não considera como diferentes grupos ou pessoas usam a mesma teoria de diferentes formas. E em certo nível, essas abordagens têm um diálogo muito próximo. Sobre os interesses materiais, por exemplo, Granovetter (2017) crítica a economia clássica por atribuir que os indivíduos são persuadidos por seus interesses e incentivos quantificáveis, ou seja, interesses individuais e calculáveis. De fato, mesmo que parcialmente, é difícil dissociar o agente econômico da lógica de interesse próprio. A ciência econômica predominante no mercado (Colander, Holt & Hosser, 2004; Fourcade, Ollion & Algon, 2015) reduz o domínio prático das situações de incerteza a um cálculo racional (Bourdieu, 2005). Esse tipo de racionalidade é guiado pelo cálculo e pela probabilidade com objetivo de alcançar um fim desejado (Weber, 2001), uma percepção muito comum na abordagem performativa.

Compreender como mudanças acontecem em um campo social específico pode revelar condições em que atores e a relação com outros no mercado podem competir formando um espaço por meio de processos sociais organizados. No mercado francês de investimento socialmente responsável [SRI], por exemplo, Giamporcaro e Gond (2016), guiados por uma análise institucional, analisam como o poder influencia a criação e atividades das organizações que realizam

cálculos desse mercado. Eles reforçam a ideia de que pequenas lutas de poder que se conectam a processos maiores de políticas são importantes para construir mercados, pois mostra a capacidade de diferentes grupos moldarem o mercado e mostrar várias maneiras de controlar, orientar e, também, se opor às organizações calculistas (Giamporcaro & Gond, 2016).

Quando MacKenzie e Millo (2003) instiga conhecer a história do Chicago Board Options Exchange [CBOE] e o estabelecimento do modelo Black-Scholes-Merton, implica também conhecer como se constrói uma narrativa e como atores e campos se relacionam para construir e moldar um espaço social. A história dá ênfase às figuras-chave do mercado, como especialistas, empresários que dedicam seu tempo sem remuneração para desenvolver mercados de derivativos financeiros. Assim, pode-se entender como normas e valores orientam o comportamento de atores dentro do campo e identifica como os eventos e processos em que as estruturas são formuladas.

Aqui defendemos a ideia de que as ações das pessoas envolvidas no mercado são mais complexas do que as teorias econômicas podem sugerir (MacKenzie & Millo, 2003). As pessoas agem com base em suas experiências e sentimentos, algo que as teorias econômicas não podem prever. De certo modo, isso implica em um conceito mais subjetivo como o conceito de *habitus* de Bourdieu - ou quadros cognitivos na ideia de Fligstein & McAdam, 2012 -, que consiste em um conjunto de relações históricas “depositadas” em corpos individuais na forma de esquemas mentais e corporais de percepção, apreciação e ação” (Bourdieu & Wacquant, 1992, p. 16). Os atores do campo econômico trazem o *habitus* econômico como forma de relacionar suas ações futuras com base na experiência (Smelser & Swedberg, 2005). Ele associa-se às estruturas mentais e cognitivas para moldar os campos sociais, as relações e as posições (Bourdieu, Wacquant & Farage, 1994).

Muniesa, Millo e Callon (2007) defendem que é importante não separar pessoas de dispositivos, pois se deve considerar que suas interações combinadas são uma forma de ação conjunta. Do mesmo modo, mesmo que de forma indireta, Mackenzie (2011) nos ajuda a entender que dinheiro e mercado não se trata apenas de números, mas também de como as pessoas pensam e trabalham juntas. Assim, uma aceção de natureza social e cultural pode explicar o curso das ações dos atores econômicos quando adotam o modelo BSM (MacKenzie, 2006). Explicações para essa adoção podem se apoiar na forma de autoridade da economia, um fator próximo a “inter-relações de língua, poder, legitimidade e hierarquia cultural de Bourdieu” (MacKenzie, 2006). Isso porque essa ideia identifica a performatividade não puramente como um processo linguístico, mas também de natureza social, cultural e política do processo (MacKenzie, 2006).

A cultura na performatividade pode se relacionar às crenças e práticas compartilhadas na comunidade financeira. Os economistas viam que o Black-Scholes-Merton era superior aos modelos anteriores, pois tinha base teórica clara e era ligado à área dominante da teoria do mercado

eficiente (MacKenzie, 2006). Essa cultura funcionou como uma “autoridade cognitiva geral da economia financeira” (MacKenzie, 2008) que levou o modelo a incorporar uma forma confiável sobre o quanto as opções deveriam custar baseado nos participantes do mercado e no conhecimento da academia (MacKenzie, 2006).

Essa lógica culturalmente construída se insere em vários estabelecimentos de modelos e dispositivos nos mercados financeiros. Outro exemplo é a tecnologia Stock Ticker que introduziu novas formas de interpretar informações financeiras e assegurou acessibilidade, confiança e compreensão dos dados do mercado financeiro (Preda, 2006). Essa tecnologia desempenhou o estabelecimento de confiança autoritária dos dados financeiros que antes passavam pela análise da credibilidade pessoal.

4. MÉTODO

Por meio de uma pesquisa qualitativa (Silverman, 2002), histórica e descritiva, buscamos interpretar o campo das ACRs. A partir do método de estudo de caso (Yin, 2001) analisamos os contextos políticos e econômicos em volta das regulamentações das ACRs.

Por meio da pesquisa documental, selecionamos dados secundários que contemplassem eventos e fatos históricos para interpretação. A análise dos arquivos se adequa ao método histórico-descritivo (Mahoney, 2003), cujo objetivo é descrever e analisar eventos passados e presentes com base em evidências documentais. Por meio de uma pesquisa longitudinal (Fitzmaurice, Laird & Ware, 2012), realizamos a análise dos registros cronológicos dos eventos históricos das ACRs entre os anos de 1930 e 2010. O Quadro 1 mostra os arquivos, como artigos, livros e registros, como leis, testemunhos, relatórios e atas de reguladores estatais do governo dos EUA.

Quadro 1

Fontes de coleta de dados

Fonte	Tipo de Documento
- Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC)	- Relatórios; Relatórios de crises
- International Monetary Fund (IMF)	- Relatórios
- Committee On Governmental Affairs (CGA)	- Relatórios; Relatórios de crises; Julgamentos e relatos de depoentes
- United States Senate	- Relatórios de crises
- Securities And Exchange Commission (SEC)	- Legislação/Leis
	- Regulamentação NRSROs
	- Relatórios
	- Relatórios de supervisão financeira
- The National Archives (Congress.gov)	- Leis e avaliações
- DefaultRisk	- Relatórios de crises e de avaliações
-The National Archives (Federal resister.gov)	- Regulamentação NRSROs
- Moody's Corporation	- História
- Fitch Corporation	- História
- Standards & Poor's Corporation	- História
- Livros e artigos	- História
- Library Congress	- História
- Office of the Comptroller of the Currency (OCC)	- Relatórios da moeda americana; Regras
- Office of Credit Ratings (OCR)	- Regras e supervisão

Fonte: Autor (2025)

Os dados e registros documentais foram analisados por meio de uma análise de conteúdo (Krippendorff, 2018). Pela sociologia reflexiva (Bourdieu & Wacquant, 1992) levantamos a lógica prática para analisar os fenômenos sociais e as regras que governam as diferentes fases do campo das ACRs. O trajeto histórico no estudo traz eventos do campo das ACRs considerando todas as suas particularidades como os atores, o Estado, outros campos e interesses. Deste modo, dando conceitos e sentidos, foi possível aprofundar abordagens teóricas que guiaram a lógica de uma pesquisa empírica com a reflexão sociológica.

5. RESULTADOS DA PESQUISA

O mercado de ratings teve seus primeiros resquícios ainda no final do século XIX (Sylla, 2002; Poon, 2012; Mattarocci, 2013). Esse mercado foi construído direto ou indiretamente por empreendedores notáveis como Lewis Tappan, John Bradstreet, Robert Dun, Lewis Tappan, Henry Varnum Poor e, depois, por John A Moody's e Luther Lee Blake que guiados por interesses distintos, conseguiram inovar com novo modelo de mercado a partir de novas oportunidades. Além

disso, a história de outros campos como o das Agências de Relatório de Crédito [ARC]⁵ e Agência Mercantil se relacionam diretamente com a construção do mercado de ratings (Sylla, 2002).

A dependência dos mercados por esse modelo de classificação, no entanto, teve início na década de 30, nos EUA quando o país começou usar os ratings como estratégia para intervenção dos mercados (Poon, 2012; Bichoffe, 2017). O Quadro 2 apresenta a evolução histórica das ACRs destacando momentos cruciais que moldaram sua influência e papel no mercado financeiro.

Quadro 2

Eventos e marcos regulatórios das ACR

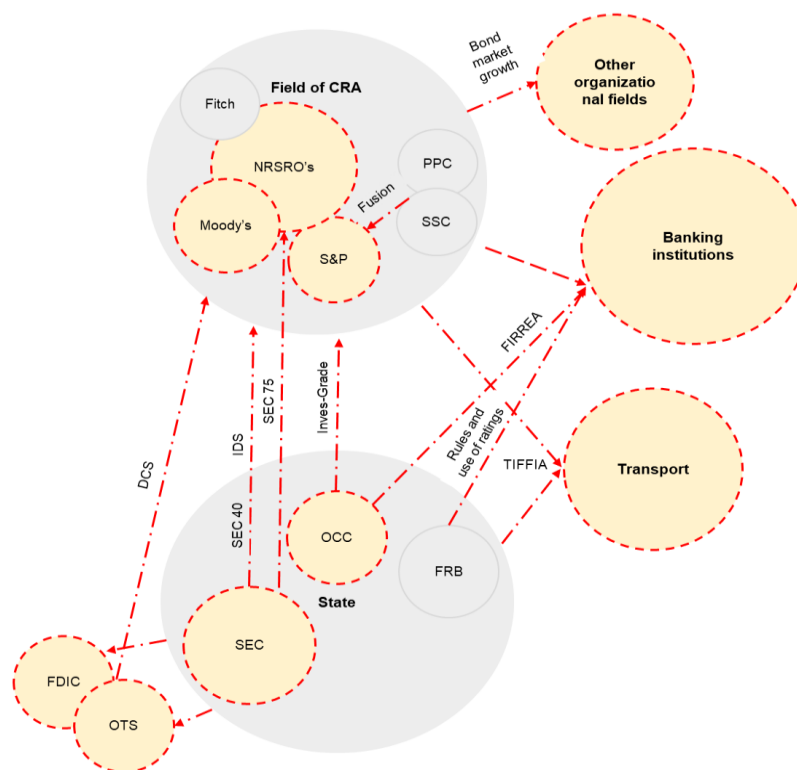
Ano	Evento	Marco/Atores
1931	OCC adota o uso de rating para investidores institucionais e cria grade de investimento	Comptroller of the Currency (OCC) (1931)
1936	Restringiram bancos para investir em títulos de débito com grau de investimento.	OCC e o Federal Reserve Board (FRB)
1940	O governo aprofundou sua confiança nas classificações para proteger os investidores	Investment Company Act de 1940
1960-1970	Crise da papelada e controle operacional no mercado financeiro	Declínio das classificações e mercados de títulos.
1970-1974	Crises da indústria do rating	Casos Penn Central Railroad e Franklin National Bank
1975	Criação das NRSRO's e regra do capital líquido uniforme.	SEC de 1975
1975-1998	Nova expansão da indústria, além de outras normas e garantias.	Outras regulamentações
2001	Caso Enron Coporation	Julgado pela Committee on Governmental Affairs (CGA), em 2002.
2006	Estabelece critérios de transparência, competição e conformidade na indústria do rating	Credit Rating Agency Reform Act (2006)
2008	Crise do Subprime	Proveniente dos títulos hipotecários americanos. Investigado pela Financial Crisis Inquiry Commission (FICIC).
2010	Criação um novo Office of Credit Ratings (OCR) para relacionar a administração da NRSROs as regras da SEC.	Subtitle C – Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies in Dodd-Frank (2010)
2010	Supervisão e regulação de riscos bancários em detrimento das classificações de risco por Agências de Classificação	Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems

Fonte: Adaptado de Adams, Mathieson & Schinasi (1999); Sinclair (2005); White (2009); Poon (2012); Moosa (2017); Hemraj (2015); Picciau (2018).

Entre 1930 e 1998, a história das ACRs representou um período significativo no mercado devido a um notável número de regulamentações. Esta fase de transformação e estabilidade foram arraigados por regulamentações do Estado e, também, pela dependência de outros campos organizacionais. As ações do Estado tinham o objetivo de mitigar os riscos e promover a

⁵Os dois modelos de agência diferem em termos de objetivos e objetos de classificação. Os ARCs se concentram na publicação de relatórios de informações de crédito, enquanto os ACRs se concentram na publicação de relatórios de classificação de risco de crédito (Sylla, 2002).

transparência nas práticas de crédito incorporadas no campo econômico à medida que se legitimava a atuação das ACRs. A Figura 1 mostra a relação das ACRs com outros campos do mercado.



Nota: A figura mostra uma relação mais direta das ACRs, o Estado e, também, outros campos do mercado. Em destaque, novas ações (regulamentos, atuações, regras, influências e legitimidade) e campos. DCS = Direct Credit Substitute; FIRREA = Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act; FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation; IDS = Integrated Disclosure System; TIFIA = Transportation Infrastructure Finance and Innovation Act; RT = Regulamento T; SEC = Securities and Exchange Commission; OCC = Comptroller of the Currency; OTS = Office of Thrift Supervision.

Fig. 1 Estabilidade e transformação do campo: regulamentações e o Estado (1930- 1998)

Na década de 30 algumas regras foram criadas para o campo das ACRs como a padronização da avaliação e dos significados dos símbolos ou letras usadas por elas (Partnoy, 2006). O sistema de símbolos e letras criados pelas próprias ACRs Moody's em 1909 e Standards & Poor's em 1916 foi padronizado como alternativa de adequar a avaliação entre as ACRs.

A partir de 1931, os ratings começam a ser incorporados à regulação governamental (Sinclair, 2005). Neste período, o processo de regulação ganhou força a partir das ações dos campos estatais. O Office of the Controller of the Currency (OCC), por exemplo, presidido pelo então controlador da moeda Jhon W. Pole aplicou outras regras para as ACRs ao “adotar as classificações de investidores institucionais para estabelecer e comunicar padrões prudentes de investimento” (Poon, 2012, p. 477). Além disso, também se estabeleceu a distinção das classificações entre “grade de investimento” e “não-investimento” (Adams, Mathieson & Schinasi 1999) iniciando um

processo de crescimento das ACRs no mercado. A implementação de duas partes na escala de avaliação estabelecia restrições para fiduciários como, fundos de pensão e seguradoras para que pudessem investir apenas em títulos acima de um nível considerado prudente (Sinclair, 2005).

Uma das grandes mudanças na estrutura do campo das ACRs aconteceu em 1933 quando nos resquícios da grande depressão, a Bradstreet e a Dun se tornaram Dun & Bradstreet (Cantor & Packer, 1995). Neste período, as ACRs atravessavam um período de baixa demanda e suspensão da maioria das classificações que se sucederam até a Segunda Guerra Mundial (Ratha, De; Mahapatra, 2011).

Em 1936, as normatizações do Estado começaram a causar efeitos sobre o setor bancário. A OCC e o Federal Reserve Board (FRB) definiram regras para esse setor usasse os padrões das ACRs. Primeiro, restringiram bancos para que investissem apenas em títulos de débito com grau de investimento (Adams, Mathieson & Schinasi, 1999; Sinclair, 2005) e depois “proibiu os bancos de deterem títulos sem classificação de grau de investimento afirmado por pelo menos duas agências” (Adams, Mathieson & Schinasi, 1999, p. 159). Tais medidas já demonstravam o poder das ACRs no mercado uma vez que elas já eram imprescindíveis para a classificação de títulos no setor bancário (Poon, 2012).

Em 1940, o governo ampliou confiança nas classificações para proteger os investidores (Poon, 2012) e publicou a Investment Company Act⁶. Embora não seja uma lei específica para o funcionamento das ACRs, estabelecia condições para funcionar no mercado uma vez que sua atuação tinha capacidade de afetar o interesse público nacional e dos próprios investidores (SEC.1.b.final, 1940). A relação fixada já mostrava que as ACRs e o governo dos EUA compartilhavam dos mesmos interesses, pois se tratava indireta ou indiretamente de uma ação relacional. Enquanto as ACRs desempenhavam um papel crucial na avaliação da qualidade do crédito de empresas e governos, os governos buscavam proteger e regular o mercado de valores mobiliários.

Em 1941, a estrutura do campo das ACRs passava por outra forte mudança quando Paul Talbott Babson⁷, um grande consultor de investimentos comprou a Poor's Publishing Company (PPC) e fundiu-a com a Standard Statistics Company (SSC) dando origem à Standards & Poor's (NYT, 2023/1972) uma das mais importantes ACRs dos dias atuais. Logo adiante, em 1966, a então Standards & Poor's foi adquirida pela The McGraw-Hill Companies com a finalidade de expandir

⁶A Lei “rege empresas, tais como fundos mútuos, que se dedicam principalmente ao investimento, reinvestimento e negociação de títulos” (Committee On Governmental Affairs, 2002, p. 42).

⁷Mr. Babson foi presidente da United Business Service, uma editora financeira, de 1924 a 1962 (NYT, original, 1972).

a sua capacidade global (S&P, 2023). Em 1962, o campo das ACRs foi modificado novamente quando a Dun & Bradstreet se torna dona da Moody's Service⁸ (Sylla, 2002).

Em 1960, a Crise da papelada⁹ e do controle operacional nos mercados financeiros fizeram com que o mercado e o próprio Estado repensassem o papel das ACRs. A crise de legitimidade tornou perceptível à precipitação de que a crise poderia afetar outros campos. Como previsto, a partir da década de 70, as “crises do rating” se instauraram com força na indústria. Dessa vez, as crises eram associadas às falhas das próprias ACRs que não tiveram capacidade de prever a falência de empresas como a Penn Central Railroad, em 1970 e Franklin National Bank, em 1974 (Sinclair, 2005).

Na espreita dos eventos, as agências mudam sua estrutura de receitas passando da venda de relatórios para assinantes à emissores de títulos (Sylla, 2002). Com o lançamento da SEC 1975, o Estado buscava limitar o campo para suprir os problemas e choques e garantir a qualidade dos processos de avaliação das ACRs. A SEC, que era supervisora das atividades das ACRs criou as Organizações de Classificação Estatística Reconhecidas Nacionalmente (NRSRO's)¹⁰ para regular suas questões metodológicas (SEC, 1975; Partnoy, 2006; White, 2009; Moosa, 2017) surgindo uma estrutura de poder dentro do campo econômico.

As NRSROs compreendiam um número limitado de ACRs, as quais estavam apenas a Fitch, Moody's e Standards & Poor's, conhecidas mundialmente como as “The Big three”. Limitar três ACRs neste grupo seletivo fez com que os reguladores governamentais acreditassem que seria possível precipitar as crises causadas pela indústria do rating. A SEC 1975 também mudou a estrutura das ACRs com a regra 15c3 de 1975. A regra incorpora as classificações das NRSROs às regras de capital líquido em que corretores de valores mobiliários consideram em porcentagem do mercado vendido “*haircuts*” de suas disposições de títulos de propriedade. Esses *haircuts* serviam como segurança para riscos associados às flutuações de preços de títulos de propriedade onde o papel comercial títulos de dívida não conversíveis e ações preferenciais não conversíveis “recebem tratamento preferencial sob a regra do capital líquido sob a forma de *haircuts* reduzidos se os instrumentos fossem classificados como grau de investimento por pelo menos duas NRSROs” (SEC, 1975, p. 02). Assim, as regras da SEC de 1975 certificavam a legitimidade do Estado em fornecer ordem pública e Estado de direito à atuação do campo das ACRs.

⁸A Moody's foi vendida em 1998 como uma corporação separada por Dun e Bradstreet, a empresa de informações que era proprietária da Moody's desde 1962 (Sinclair, 2005, p. 27).

⁹As negociações de ações nos EUA variaram de 10 a 12 milhões de ações, fazendo com que a NYSE limitasse o tempo de negociações, gerando crise operacional dos mercados (Smith, 2010).

¹⁰Ver mais em: <https://www.sec.gov/ocr/ocr-current-nrsros.html>

Nota-se até aqui que o campo das ACRs estava em constante transformação, contudo, há evidências de que muitas ações concederam poder às ACRs, conferindo-lhes recursos e estabilidade dentro do campo de poder do mercado. Essa estabilidade foi condicionada pelo reconhecimento das autoridades do Estado que deram às ACRs o tratamento preferencial aos títulos classificados como grau de investimento por pelo menos duas NRSROs (Sinclair, 2005). Além disso, a SEC concedeu às NRSROs o *status* e o privilégio de ter acesso às informações e as conversas privadas com gestores de empresas, algo que outros analistas do mercado não têm (Bunning, 2002). Embora tenham adquirido poder, uma série de condutas foram exigidas para as NRSROs com objetivo de diluir os conflitos de interesses e as práticas abusivas (SEC, 2008). Assim, neste contexto, podemos sugerir que os limites do campo das ACRs são condicionados por reguladores estatais que, ao mesmo tempo, também puderam limitar os recursos aferidos ao campo.

Na década de 90, o modelo de classificação nos EUA se expande para todo o mundo (Poon, 2012). Apesar das crises nos anos 70, nesse mesmo período até a década de 90, as ACRs cresceram consideravelmente e outros reguladores financeiros começaram considerá-las como mecanismos relevantes para avaliação de títulos e portfólios de instituições financeiras (White, 2009). O Quadro 3 mostra as principais regulamentações das ACRs entre 1975 e 1998.

Quadro 3

Regulação dos ratings nos EUA (1975-1998)

Ano	Ação	Órgão/ Regulação/emenda
1975	Impôs um “haircut” de capital mais elevado nos títulos de corretagem abaixo do grau de investimento.	Emenda da SEC à regra 15c3-l: a regra do capital líquido uniforme.
1982	Requisitos de divulgação facilitada para títulos de grau de investimento	Adoção pela SEC do Integrated Disclosure System (Release #6383)
1984	Emissão facilitada de títulos hipotecários não vinculados a agências (MBSSs)	Secundário Mortgage Market Enhancement Act, 1984
1987	Empréstimo com margem permitida contra MBSSs e (posteriormente) títulos estrangeiros.	Regulamento T do Federal Reserve.
1989	Permitido aos fundos de pensão investirem em títulos lastreados em ativos de alta classificação.	Departamento de Trabalho flexibilização da Restrição ERISA (PTE 89-88)
1989	Proibição de investimento em C&Ls em títulos abaixo da categoria de investimento	Financial Institutions Recovery and Reform Act, 1989
1991	Exigência de fundos mútuos do mercado monetário para limitar a participação no capital	Emenda da SEC à Regra 2a-7 sob a Investment Company Act, 1940.
1992	Isentou os emissores de certos títulos lastreados em ativos do registro como fundo mútuo.	Adoção pela SEC da Regra 3a-7 sob a Investment Company Act, 1940
1994	Impõe encargos de capital variáveis sobre as participações dos bancos e das S&Ls em diferentes parcelas de títulos garantidos por ativos	Reserva Federal, OCC, FDIC, OTS Proposta de Regra de Recurso e Substitutos de Crédito Direto
1998	Department of Transportation só pode estender assistência de crédito a projetos com classificação de grau de investimento.	Transport Infrastructure Finance and Innovation Act, 1998

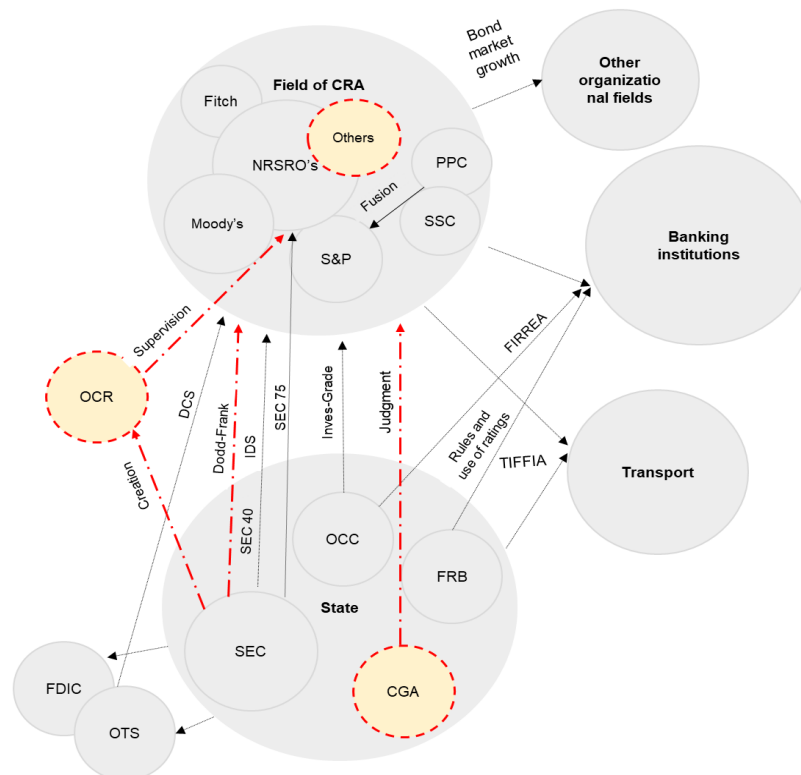
Fonte: Autor (2025). Adaptado de Sinclair (2005, p. 43)

A partir de 1975, com novos estabelecimentos, as ACRs se direcionaram a um novo acordo institucional em relação às novas regras e normas tornando-se tão importantes que se enraízam nas relações com o Estado e como no próprio mercado. As ACRs e o Estado ajudaram a reproduzir as ordens no mercado por meio de relações hierárquicas dentro de um espaço mais amplo de organizações. Assim, a dependência dos campos organizacionais sobre as ACRs crescia à medida que eles necessitavam serem classificados para os mercados por meio de análises de riscos de crédito e de negócios.

Na década de 90, as ACRs se destacam no mercado (Sinclair, 2005 [2018]) devido ao crescimento do mercado de capitais e, também, pela necessidade das organizações de se adequarem aos requisitos de qualidade de crédito. Além disso, a legitimidade das ACRs começou a se expandir sobre outros campos do espaço econômico porque os parâmetros regulamentares do Estado incentivaram as normatizações no mercado. A relação com o campo das Instituições Bancárias, por exemplo, se estabeleceu, à priori, com Financial Institutions Recovery and Reform Act de 1989 que proibia investimento em títulos abaixo da categoria de investimento. Também, em 1994, juntamente com o FRB [Federal Reserve Board], a OCC, o FDIC [Federal Deposit Insurance Corporation] e a OTS [Office of Thrift Supervision] foram propostas as regras de recurso e substitutos de crédito direto que buscavam alinhar a dependência do setor bancário com as ACRs. Essas propostas sugeriam que um banco poderia assumir o risco de crédito associado à exposição de crédito de terceiros e, também, uma parcela da participação do banco no ativo desses terceiros. O campo de transportes também se tornava dependente do campo das ACRs. Em 1998, a Transportation Infrastructure Finance and Innovation Act [TIFFIA] condicionava que o Estado só estenderia assistência de crédito a projetos de transportes (projetos que incluem ferrovia, rodovias, terminais, etc.) se fossem classificação de grau de investimento.

O aumento do financiamento por títulos e a inserção regulatória de nações econômicas poderosas também contribuíram para o fortalecimento das ACRs (Thomas, 2004; Schwarcz, 2017). Entre os anos 90 e 2000 houve um crescimento extraordinário de investimentos em títulos públicos (governos) e privados (corporativos). De 90 para 2000, o valor de emissão global dos títulos (debts) passou de 539.0 para 2,982.6 (\$ em bilhões) (SIFMA, 2007). Um mercado em expansão e uma oportunidade para atuação das ACRs que abrangia um número maior de emissores para análise.

Entre 2001 e 2010, o mercado passou por outros períodos de crises causados por choques externos ou pelas próprias falhas de previsibilidade e falências de empresas. A Figura 2 mostra um outro espaço caracterizado pela relação entre outros campos e, conseqüentemente, por outras ordens.



Nota: A figura destaca a relação com novos campos do Estado e o surgimento de outras ACRs no mercado. Em destaque, novas ações (regulamentos, atuações, regras, influências e legitimidade) e campos. OCR = Office of Credit Ratings; CGA = Committee On Governmental Affairs; Dodd-frank = Lei de Reforma financeira; Others = Outras ACR como A.M. Best Rating Services, Inc; DBRS, Inc; Demotech, Inc.; Egan-Jones Ratings Co; HR Ratings de México, S.A. de C.V; Japan Credit Rating Agency, Ltd; Kroll Bond Rating Agency, Inc.

Fig. 2 Crises, reputação e acordos (2001-2010)

Embora a crise de 2008 seja mais predominante nos estudos acadêmicos e discussões atuais é pertinente lembrar do colapso da Orange County (1994), Asian Financial Crisis (1997-98) e Enron Corporation (2001-2002). Devido às falhas das próprias agências de preverem colapsos repentinos sobre a qualidade de crédito, esses três casos representam fortemente as crises dos ratings (Sinclair, 2005).

O caso específico da Enron foi um marco na história empresarial (Poon, 2012) e mostra o lado frágil das ACRs que foram investigadas no congresso Americano. A audiência no Congresso Americano realizada pela Committee on Governmental Affairs (CGA) pontuava na ata, chamada de “Rating the raters: Enron and the credit rating agencies” em 2002, que as agências de rating estavam diante de uma situação que desmotivava a credibilidade das mesmas frente ao mercado. Como resposta, ações de atores que representavam as ACRs entraram em jogo. De acordo com a SEC (2003) depuseram no congresso em defesa das agências, o senhor Ronald M. Barone, diretor administrativo da Standard & Poor’s, o senhor John C. Diaz, Diretor da Moody’s e Ralph G.

Pellecchia, diretor sênior da Fitch Ratings. Em ambas as defesas os depoentes pontuam sobre um problema em comum: a carência e ocultação de informações da Enron para com as ACRs.

Para os depoentes, embora tenham acesso privilegiado à algumas informações da Enron, muitas delas não estavam sendo repassadas para o conhecimento das agências: “podemos ter acesso a certas declarações confidenciais - informações - mas somente enquanto a empresa está disposta a fornecer tais informações” (Ronald M, Barone à CGA, 2002). No caso, o diretor enfatiza que a Enron, intencionalmente, escondeu a natureza das obrigações no valor de 4 bilhões em empréstimos.

Nas circunstâncias do debate, o relatório concluiu que no caso da Enron as ACRs não utilizaram seu poder legalmente sancionado e acesso ao benefício público, demonstrando falta de diligência em sua cobertura e avaliação da Enron (SEC, 2003, p. 18). E ainda observou que as agências estão sujeitas à pouca regulamentação formal e supervisão que dificulta detê-las de responsabilidades pelo mau desempenho futuro (SEC, 2003). Embora as sanções dentro do campo econômico sejam mais brutais do que em outros campos (Bourdieu, 2005) observa-se que o Relatório final da SEC condicionou enfraquecimento da atuação das ACRs, contudo, nota-se que o próprio congresso reconhece a dívida regulamentar que o próprio Estado lhes propiciou. Em seu discurso na “Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies”, o Senador Lieberman, J. (2002) afirma que as ACRs têm poder sobre América corporativa, econômica e de mercado, e lembra que grande parte do seu poder e influência é conferido pelo próprio governo.

Os “choques exógenos” do mercado e seus próprios processos internos puderam demonstrar certas fragilidades das ACRs em prevenir crises futuras. Normalmente, as avaliações das ACRs levam muito tempo para transacionar de uma grade para outra e a permanência no grau de investimento alguns dias antes da Enron declarar falência¹¹, demonstrou essa fragilidade. Por isso o desafio mais substancial sobre o poder e autoridade das agências acontece quando essas elas não conseguem prever uma deterioração financeira súbita (Sinclair, 2005).

Em 2006, o campo das ACRs entrou novamente em evidência quando elevado pelo Estado e pela regulação governamental. Nesse ano, os EUA publicaram a Credit Rating Agency Act em resposta ao colapso da Enron, com objetivo de estabelecer critérios de transparência, competição e conformidade na indústria do rating (Poon, 2012). Algumas das novas políticas foram aprovadas pela lei pública 109-291, sendo um deles: “Melhorar a qualidade da classificação para a proteção dos investidores e no interesse público, promovendo a responsabilidade, a transparência e a

¹¹“Em 2000, a receita anual da empresa atingiu US\$ 100 bilhões e foi classificada como a sétima maior empresa na Fortune 500 e a sexta maior empresa de energia do mundo. O preço das ações da empresa atingiu o pico de US\$ 90. No entanto, as rachaduras começaram a aparecer quando, em outubro de 2001, a Enron anunciou um prejuízo de US\$ 618 milhões – seu primeiro prejuízo trimestral em 4 anos. Mais tarde, em novembro, o preço das ações da empresa caiu para menos de US\$ 1,00. Os investidores perderam bilhões de dólares” (Hemraj, 2015, p. 55).

concorrência no setor de agências de classificação de crédito”. Nesse momento se nota que o Estado tenta restaurar a ordem e a estabilidade das ACRs. Para novas regras, tornou-se necessário que o governo garantisse novamente a “importância nacional” das ACRs à medida que suas classificações e avaliações são distribuídas e negociadas para os clientes.

Para a Credit Rating Agency Act, as ACRs geram importância sobre valores negociados na bolsa de valores e em mercados de balcão interestaduais e valores mobiliários emitido por bancos nacionais. É uma forma de valorizar as transações que afetam substancialmente os mercados, o sistema bancário e a economia nacional. Para a reforma, as ACRs atendem ao interesse de proteção do investidor, a maior do mercado e o interesse público (Credit Rating Agency Reform Act, 2006). Além disso, as regras reafirmaram a necessidade de que as ACRs deveriam serem mais bem controladas por regulamentos mais rígidos. Assim, na SEC (2006), novas condições foram completamente expressas para que as ACRs voltassem a atuar de forma digna como restrições para conflitos de interesses ou práticas abusivas como influência do emissor, dos assinantes, dos serviços de assessoria etc.

Até 2007 as NRSROs tinham um número limitado de ACRs que compreendiam apenas a Fitch, Moody’s e Standards & Poor’s. Atualmente, além destas, são reconhecidas outras sete NRSRO’s, sendo elas: A.M. Best Rating Services, Inc; DBRS, Inc; Demotech, Inc.; Egan-Jones Ratings Co; HR Ratings de México, S.A. de C.V; Japan Credit Rating Agency, Ltd; Kroll Bond Rating Agency, Inc. A entrada de outras Agências no grupo quebrou o oligopólio das Big Three, permitindo que o mercado tivesse mais autonomia na escolha das Agências e menos dependência à Fitch, Moody’s e Standards & Poor’s.

Em 2008, a crise de reputação das ACRs ressurgiu espantosa durante a década e logo se agravou quando explodiu a crise do Subprime (Poon, 2012). A crise do mercado financeiro global, proveniente da crise dos títulos hipotecários americanos com taxa “AAA” mostra novamente as fragilidades das ACRs. Isso acontece porque elas foram “acusadas de serem muito acolhedoras com as empresas e os produtos financeiros que classificam” (Yao, Gu & Chen, 2017, p. 46).

De acordo com relatório da SEC, de “2002 a 2006, o volume de negócios de RMBS¹² e CDO¹³ classificados pelas ACRs aumentaram substancialmente, assim como as receitas que as empresas derivam da classificação destes produtos” (SEC, 2008, p. 10). A forma como as ACRs classificou os RMBS e CDOs, assim como a metodologia que utilizaram foram objetos de investigação pela SEC que no relatório afirmou que elas nunca foram “divulgadas”, “totalmente

¹²Subprime residential mortgage-backed securities (“RMBS”)

¹³Collateralized debt obligations (“CDOs”)

divulgadas” (SEC. IVb, 2008), ou nenhuma tinha procedimentos escritos e específicos para classificá-los (SEC. IVc, 2008).

Além dos fatores citados, outros problemas podem ser colocados diante da crise de 2008. No relatório da SEC foi pautado sobre o conflito de interesses que poderia surgir a partir do modelo *issuer pays* no qual as agências utilizam desde a década de 70. Para a SEC (2008), as ACRs têm interesse em gerar negócios das empresas que buscam classificação, logo, existiria um conflito e problema de integridade no fornecimento dessas classificações. Como destacado anteriormente, a mudança do modelo de *investor pays* para *issuer pays* na década de 70, elevou os conflitos de interesses uma vez que as agências poderiam “sombrear” as classificações para cima ou para baixo (White, 2009).

Após a crise de 2008, as ACRs tiveram que estabelecer políticas que restringissem os conflitos de interesses separando os que “estabelecem e negociam” as taxas daqueles que “fazem” as avaliações. As ACR tiveram que melhorar seus regulamentos e regras com objetivo de melhorar a qualidade das “classificações, transparência e governança corporativa” (Kiff et al., 2010, p. 94). Devido a estreita relação entre as ACRs e a crise do Subprime (White, 2011), duvidar da legitimidade das ACRs tornou-se cada vez mais comum. As crises tornaram as ACRs um objeto de questionamento dos investidores, Estados e instituições contemporâneas. Embora haja formas de aceitação das normas no campo, não significa que não haja contestações sobre elas. Mesmo com a “confiança” dos processos regulatórios, o mercado sempre busca entender os reais objetivos das ACRs.

A criação da Lei Federal “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” em 2010, foi uma das medidas que o Governo Americano tomou para criar algumas formas de evitar possíveis crises como a de 2008. Na lei há um resguardo específico para a indústria do rating enfatizado no “Subtitle C – Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies”. O Subtitle C, entre outras normas e condições, reconhece novamente a importância das ACRs para o interesse público nacional, formação de capital, confiança do investidor e desempenho eficiente da economia dos EUA (Subtitle C of the Dodd-Frank, 2010). A Lei também exigiu que a SEC criasse um escritório de supervisão, o Office of Credit Ratings (OCR), com tarefa de relacionar a administração das NRSROs as regras da SEC, além de ser obrigado a auditar cada NRSRO anualmente e disponibilizar seus relatórios de inspeção.

Logo após a Lei, o reconhecimento das atividades das ACRs é elevado, mas dessa vez em outro campo, o das instituições bancárias com a publicação do Basel III: “A global regulatory

framework for more resilient banks and banking systems”¹⁴. Trata-se do acordo de Basileia que formalizou algumas condições sobre supervisão e regulação de riscos bancários em detrimento das classificações de risco por ACRs. O acordo garante que os modelos de classificação são ferramentas importantes para o apoio nas decisões e qualidade dos créditos cedidos pelos bancos aos clientes (Izzi, Oricchio & Vitale, 2011). A Basel III identifica as avaliadoras de risco de crédito como External Credit Assessment Institution [ICAIs] e aprofunda o uso das classificações de risco como padrão de qualidade para as instituições bancárias e o funcionamento do campo em relação a outros campos. De certo modo, isso traz o reconhecimento de que o campo das instituições bancárias é dependente das classificações concedidas pelas ACRs e novamente a noção de uma relação de dependência ou hierarquia.

6. ANÁLISES E DISCUSSÕES

Nosso estudo mobilizou a teoria de campos para compreender a relação inter-campos entre Estado e as ACRs. Ao analisar a co-constituição dos campos estatais e do mercado com o campo das ACRs, notamos que eles se modificam e se transformam em uma estrutura altamente complexa. O Estado, como um conjunto de campos, o mercado, como campo e o Estado como constituinte do mercado estão embutidos em teias complexas (Fligstein, 2013; Fligstein & McAdam, 2012), logo, a incorporação e influência de um campo podem afetar o outro.

Descrevendo a regulamentação existente, situamos as ACRs e seus dispositivos de classificação na história mais ampla do Estado e do mercado. Percebe-se no estudo que as regulamentações do Estado buscam mitigar os riscos das ACRs no mercado para promover a transparência de práticas de análise de risco de crédito. Essas ações foram incorporadas no mercado à medida que legitimavam a atuação das ACRs e tornavam outros campos dependentes, promovendo, de certo modo, um tipo de performatividade incontestável de seus dispositivos. Na fase de crise, os resultados indicam que as ACRs enfraqueceram sua atuação, devido às crises de credibilidade (White, 2009; Ratha, De; Mahapatra, 2011; Lugo, Croce & Faff, 2015; Bichoffe, 2017). O Estado, contudo, sempre buscava alternativas para amenizar os conflitos e estabelecer a ordem no campo. Isso acontece porque a influência na moldagem das regras dos mercados sempre será alinhada aos interesses de grupos dominantes (Fligstein, 1996), e os atores estatais raramente as alteram, exceto se o campo poderoso estiver em crise (Fligstein, 2001).

¹⁴Publicada em dezembro de 2010 pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basileia do Bank for International Settlements (BIS) e revisada em junho de 2011. Ver mais em: <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>

Neste objetivo específico, também notamos que a relação regulamentada entre os campos do Estado e o campo das ACRs é interdependente. Isso porque na estabilidade do campo, o mais poderoso (o Estado) muitas vezes depende dos atores dominantes que controlam certos campos não-estatais (Fligstein & McAdam, 2012). A ideia de que o Estado pode ser dominado por grupos de grande poder já foi discutida em vários estudos (*e.g.*, North, 1991; Bourdieu, Wacquant & Farage, 1994; Fligstein, 2001). Seguindo a premissa de algumas pesquisas empíricas (*e.g.*, White, 2009; Poon, 2012; Hemraj, 2015), também há depoimentos históricos de atores do governo americano (*e.g.*, Senators Bunning, 2002; Thompson, 2002; Macey, 2002) que afirmam que leis e regulamentos estatais concederam às ACRs o poder que elas detêm hoje.

Analisamos como a legitimação das ACRs pelo Estado gera contextos sociais mais amplos que auxiliam o trabalho performativo das ACRs no mercado. A tomada de decisão dos atores no mercado considera os dispositivos modernos de classificação de risco baseados em métricas e cálculos. Porém, essas práticas tão fundamentais para a gestão de riscos são moldadas por representações econômicas e sociais mais amplas (Kalthoff, 2005). Notamos que o Estado, além de auxiliar na criação de espaço de atuação das ACRs relacionando sua atividade a outros campos do mercado, legitima o uso de suas classificações de risco e importância para a economia em geral. O Estado tem essa capacidade, porque ele estabelece e dissemina formas simbólicas compartilhadas de pensamento, contextos sociais de percepção, compreensão, classificações estatais, ou seja, esquemas práticos de percepção, avaliação e ação (Fligstein & McAdam, 2012). De certo modo, isso justifica o motivo pelos quais reguladores e investidores passaram a confiar nas classificações das ACRs (White, 2009).

Por fim, notamos que a estrutura regulatória do Estado e a relação entre diferentes campos do mercado foram fundamentais para construir o espaço de atuação das ACRs e legitimar seus dispositivos. Notamos que o Estado fornece ações essenciais (como regulamentações) para a existência do mercado financeiro (Polanyi, 2013; Krippner & Alvarez, 2007; Krippner, 2011) e garante poder a campos dominantes do mercado baseados em princípios de interesses. A legitimidade desse poder e influência não se esgota, porque a reputação das ACRs está enraizada na reputação do próprio Estado, que reafirma expressamente sua relevância para os mercados. Essa relação com as ACRs estreita a compreensão entre o limite dos interesses do Estado e do mercado financeiro (Poon, 2012). Assim, o que está em jogo, além da reputação do próprio Estado, é a reafirmação de que as ACRs têm o poder e influência para causar choques nos campos estatais por meio das classificações (Paudyn, 2013).

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Até então, nenhuma pesquisa tinha explorado a história das ACRs através da performatividade e teoria dos campos. Assim, os debates desenvolvidos aqui, proporcionaram interpretações que vão além do retrato histórico e regulamentar. Eles sugerem relações específicas para promoção e legitimação do trabalho performativo no mercado. A pesquisa mostra como as estruturas sociais e as lutas de poder podem moldar os campos econômicos (Krippner & Alvarez, 2007), assim como permite entender a dinâmica da cooperação, os conflitos e as relações de poder que são negociados e discutidos nesta relação (Fligstein & McAdam, 2012).

Notamos que as atividades econômicas moldadas por propriedades abstrativas dos dispositivos de mercado (Muniesa, Millo & Callon, 2007) são relevantes, mas a perspectiva histórica também revela como eles estão inseridos em um contexto mais abrangente. A análise sugere que a relação de interdependência¹⁵ entre as ACRs e o Estado está condicionada às raízes do campo que foram criadas, moldadas e reforçadas por várias regras de interação e distribuição de recursos. O estudo também sugere que essas regras de interação e distribuição de recursos podem agir como fontes de poder (Fligstein, 2001). Assim, mostramos como a ação de campos estatais, como os reguladores governamentais, está no cerne da transformação, estabilização e reprodução de qualquer campo do mercado.

Bichoffe (2017) escreve que a noção de performatividade é um dos caminhos para compreender os impactos que as classificações de risco de crédito têm sobre os mercados. Mas acreditamos que dialogar entre abordagens relacionais da sociologia econômica com a performatividade e dispositivos dos mercados seja um caminho mais adequado para compreender todo o processo de construção do mercado. Esses processos históricos complexos incluem adaptação e integração às práticas do mercado (Callon, 2007). Assim, notamos que o Estado, por meio de medidas regulatórias, tem a capacidade de engajar vários outros campos para promover a legitimidade do trabalho performativo (Beunza & Ferraro, 2019) das ACRs, cujo objetivo é fornecer ferramentas de cálculo para moldar os mercados.

De modo geral, consideramos que a sociologia econômica deve considerar as diferentes habilidades dos diferentes atores para influenciar o mercado, considerando relacionamentos que envolvem poder, tecnologia e interações significativas (Fourcade, 2007). A relação entre a ação econômica e o cálculo para promover a capacidade de calcular a interação entre os atores é a

¹⁵Capacidade de o Estado causar efeitos sobre o campo das ACR ao mesmo tempo que as classificações das ACR causam efeitos sobre o Estado

tentativa de inserir compreensões culturais dos atores no cerne da construção social dos mercados (Fligstein & Dauter, 2007).

REFERÊNCIAS

Adams, C., Mathieson, D. J., & Schinasi, G. (1999). "Annex VI: Use of Ratings in the Regulatory Process". In: International Monetary Fund, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*. New York.

Apkarian, J. (2018). Opposition to shareholder value: bond rating agencies and conflicting logics in corporate finance. *Socio-Economic Review*, 16(1), 85-112. <https://doi.org/10.1093/ser/mwx041>

Antonie, R (2021). Bourdieu and the study of capitalism: Looking for the political structures of accumulation. *European Journal of Social Theory*. <https://doi.org/10.1177/1368431020978634>

Abad, P., Ferreras, R., & Robles, M. D. (2020). Information opacity and corporate bond returns: The dynamics of split ratings. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 68, 101239. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101239>

Baker, W. E. (1984). The social structure of a national securities market. *American journal of sociology*, 89(4), 775-811. <https://doi.org/10.1086/227944>

Beckert, J (2007). The social order of markets, MPIfG Discussion Paper, No. 07/15, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne. Doi: <https://hdl.handle.net/10419/36526>

Balcilar, M., Bathia, D., Demirer, R., & Gupta, R. (2021). Credit ratings and predictability of stock return dynamics of the BRICS and the PIIGS: Evidence from a nonparametric causality-in-quantiles approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 79, 290-302. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.07.005>

Benson, R., & Neveu, Erik. (2010). *Bourdieu and the journalistic field*. 3. ed. Nova York.

Besedovsky, N. (2018). Financialization as calculative practice: the rise of structured finance and the cultural and calculative transformation of credit rating agencies. *Socio-economic review*, 16(1), 61-84. <https://doi.org/10.1093/ser/mwx043>

Beunza, D., & Ferraro, F. (2019). Performative Work: Bridging Performativity and Institutional Theory in the Responsible Investment Field. *Organization Studies*, 40(4), 515-543. <https://doi.org/10.1177/0170840617747917>

Beunza, D., Hardie, I & MacKenzie, D. (2006). A price is a social thing: towards a material sociology of arbitrage'. *Organization Studies*, 27(5): 721-745. <https://doi.org/10.1177/0170840606065923>

Block, F., & Evans P. 2005. The state and the economy. In: Smelser & Swedberg. *The handbook of economic sociology*, pp. 505-26. <https://doi.org/10.1515/9781400835584>

Bichoffe, A. C. (2016). A construção cultural do mercado de risco de crédito soberano brasileiro: entre Estado e mercado/The cultural construction of brazilian sovereign credit risk market: between State and market. *Agenda Política*, 4(2), 34-77. <https://doi.org/10.31990/10.31990>

Bichoffe, A. C. (2017). Risco & Controle: Considerações sobre dispositivos de avaliação de risco de crédito e suas implicações na normalização de Estados Soberanos e regulação de mercados financeiros. *Revista TOMO*, (30), 69-113. <https://doi.org/10.21669/tomo.v0i0.671>

Bourdieu, P. (1983). *Esboço de uma teoria da prática*. In: ORTIZ, Renato. (Org.). Pierre Bourdieu: Sociologia. São Paulo: Ática.

- Bourdieu, P. (1997). *Sobre a televisão*. Tradução: Maria Lucia Machado. Rio de Janeiro: Jorge Zahar
- Bourdieu, P. (1989). *O poder simbólico*. Lisboa. Portugal: Difel
- Bourdieu, P. & Wacquant, L. J. (1992). *An invitation to reflexive sociology*. University of Chicago press.
- Bourdieu, P. (1985). The social space and the genesis of groups. *Social science information*, 24(2), 195-220. <https://doi.org/10.1177/053901885024002001>
- Bourdieu, P. (2005). O campo econômico. *Política & Sociedade*, 4(6), 15-58.
- Bourdieu, P. (2005b). *The social structures of the economy*. Polity
- Bourdieu, P. (1990). *In other words: Essays towards a reflexive sociology*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Bourdieu, P., Wacquant, L & Farage, S. (1994). Rethinking the state: Genesis and structure of the bureaucratic field. *Sociological theory*, 12(1), 1-18. <https://doi.org/10.2307/202032>
- Block, F. (1981). The fiscal crisis of the capitalist state. *Annual Review of Sociology*, 7(1), 1-27. <https://doi.org/10.1146/annurev.so.07.080181.000245>
- Bunning (2002). Statement by Senator Bunning of the US Senate Committee on Governmental Affairs. In: Rating the raters: Enron and the credit rating agencies. Committee on Governmental Affairs, March, 20, 2002. <https://www.govinfo.gov/app/details/CHRG-107shrg79888/CHRG-107shrg79888>. Accessed 04 February 2022.
- Bruner, C. M. (2008). States, markets, and gatekeepers: Public-private regulatory regimes in an era of economic globalization. *Michigan Journal of International Law*, 30, 125, 168.
- Candido, S. E. A., Soulé, F. V., & Sacomano Neto, M. (2018). The emergence of “solidarity recycling” in Brazil: structural convergences and strategic actions in interconnected fields. *Organization & Environment*, 32(3), 363-385. <https://doi.org/10.1177/1086026618759835>
- Candido, S. E. A., Sacomano Neto, M., & Côrtes, M. R. (2022). How social inequalities shape markets: lessons from the configuration of PET recycling practices in Brazil. *Business & Society*, 61(3), 539-571. <https://doi.org/10.1177/00076503219890>
- Cantor, R., & Packer, F. (1995). The Credit Rating Industry. *Journal of Fixed Income*, 5(3), 10–34.
- Carruthers, B. G. (2013). From uncertainty toward risk: The case of credit ratings. *Socio-Economic Review*, 11(3), 525-551. <https://doi.org/10.1093/ser/mws027>
- Carruthers, B. G., & Kim, J. C. (2011). The sociology of finance. *Annual review of sociology*, 37, 239-259. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-081309-150129>
- Carruthers, B. G. (2010). Knowledge and liquidity: Institutional and cognitive foundations of the subprime crisis. In *Markets on trial: The economic sociology of the US financial crisis: Part A* (Vol. 30, pp. 157-182). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1108/S0733-558X\(2010\)000030A009](https://doi.org/10.1108/S0733-558X(2010)000030A009)
- Callon, M., & Muniesa, F. (2005). Economic markets as calculative collective devices. *Organization Studies* 26(8): 1229–1250. <https://doi.org/10.1177/0170840605056393>

- Callon, M. (2007). What does it mean to say that economics is performative? In D. A. MacKenzie, F. Muniesa, & S. Lucia (Eds.). *Do economists make markets?: On the performativity of economics*. NJ: Princeton University Press.
- Callon, M. (2009). Elaborating the notion of performativity. *Le libellio d'AEGIS*, 5(1), 18-29. <https://minesparis-psl.hal.science/hal-00460877>
- Callon, M. (1986). Some Elements of a Sociology of Translation: Domestication of the Scallops and the Fishermen of St. Brieuc Bay. In: Law, J. Power. *Action, and Belief: A New Sociology of Knowledge?* London: Routledge & Kegan Paul.
- Callon, M. (1998). Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics. In: Callon, M. (Eds.). *The Lams of the Markets*, 1-58. Oxford: Blackwell Publishing.
- Colander, D., Holt, R., & Rosser Jr, B. (2004). The changing face of mainstream economics. *Review of Political Economy*, 16(4), 485-499. <https://doi.org/10.1080/0953825042000256702>
- Consiglio, S., Moschera, L., Berni, A., & Cicellin, M. (2010). Institutional logics and the rise of a new organisational field. Available at SSRN 2012321.
- CGA. (2002). Financial oversight of Enron: the sec and private-sector watchdogs. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CPRT-107SPRT82147/html/CPRT-107SPRT82147.htm>. Accessed 26 November 2022.
- Degos, J. G., Hmiden, O. B., & Henchiri, J. E. (2010). Credit rating agencies: accounting adjustments and econometrical analysis. *International Journal of Economics and Accounting*, 1(1-2), 88-106. <https://doi.org/10.1504/IJEA.2010.033903>
- Davis, G. F., & Kim, S. (2015). Financialization of the Economy. *Annual Review of Sociology*, 41, 203-221. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-073014-112402>
- Dardot, P., & Laval, C. (2016). *Nova Razão Do Mundo: Ensaio Sobre A Sociedade*. Editora Boitempo.
- Dubois, V. (2018). The fields of policy-making. In: Cardinale, I., & Scazzieri, R. (Eds.). *The Palgrave handbook of political economy*, 29-51. London: Palgrave Macmillan.
- Duval, J. (2010). Economic Journalism in France. In: Benson, Rodney; Neveu, Erik. *Bourdieu and que journalistic field*. 3. ed. Nova York: Polity Press.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, 48, (2), 147-160. <https://doi.org/10.2307/2095101>
- De Nooy, W. (2003). Fields and networks: Correspondence analysis and social network analysis in the framework of field theory. *Poetics*, 31(5-6), 305-327. [https://doi.org/10.1016/S0304-422X\(03\)00035-4](https://doi.org/10.1016/S0304-422X(03)00035-4)
- Evans, P. B., Rueschemeyer, D., & Skocpol, T. (Eds.). (1985). *Bringing the state back in*. Cambridge University Press.
- Edelman, L. B., & Stryker, R. A. (2005). Sociological Approach to Law and the Economy. In: Smelser, N. J., & Swedberg, R. (Eds.). *The handbook of economic sociology*. Princeton university press.
- Eleswarapu, V. R., & Venkataraman, K. (2006). The impact of legal and political institutions on equity trading costs: A cross-country analysis. *The Review of Financial Studies*, 19(3), 1081-1111. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj026>

Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC). (2010). "Credibility of Credit Ratings, the Investment Decisions Made Based on Those Ratings, and the Financial Crisis. Hearing of the Financial Crisis Inquiry Commission." June 2, New York.

Fitzmaurice, G. M., Laird, N. M., & Ware, J. H. (2012). *Applied longitudinal analysis*. John Wiley & Sons.

Fligstein, N. (1996). Markets as politics: A political-cultural approach to market institutions. *American sociological review*, 656-673. 10.1002/9780470755679

Fligstein, N. (1999). *Fields, power, and social skill: a critical analysis of the new institutionalism*. Berkeley: University of California.

Fligstein, N. (2007). Habilidade social e teoria dos campos. *RAE, Clássicos*, 61-80.

Fligstein, N. (2013). Understanding stability and change in fields. *Research in Organizational Behavior*, 33, 39-51. <https://doi.org/10.1016/j.riob.2013.10.005>

Fligstein, N. (2021). Innovation and the theory of fields. *AMS Rev* 11, 272–289. <https://doi.org/10.1007/s13162-021-00202-2>

Fligstein, N. (2001). *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*. Princeton, NJ: Princeton University Press

Fligstein, N., & Dauter, L. (2007). The sociology of markets. *Annu. Rev. Sociol.*, 33, 105-128. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.33.040406.131736>

Fligstein, N., & Goldstein, A. (2011). Catalyst of disaster: Subprime mortgage securitization and the roots of the great recession. <https://escholarship.org/uc/item/83x2h03n>

Fligstein, N., & McAdam, D. (2012). *Theory of fields*. New York: Oxford.

Fourcade, M. (2007). Theories of markets and theories of society. *American behavioral scientist*, 50(8), 1015-1034. <https://doi.org/10.1177/000276420729935>

Fourcade, M. (2011). Cents and sensibility: Economic valuation and the nature of "nature. *American Journal of Sociology* 116(6):1721–77. <http://www.jstor.org/stable/10.1086/659640> .

Fourcade, M., Ollion, E., & Algan, Y. (2015). The superiority of economists. *Journal of economic perspectives*, 29(1), 89-114. 10.1257/jep.29.1.89

Fourcade, M. (2017). State metrology: The rating of sovereigns and the judgment of nations. In: Morgan, K., J., & Orloff, A., S (Eds). *The many hands of the state: theorizing Political Authority and social control*. Cambridge University press.

Friedland, R., & Arjaliès, D. L. (2021). Putting things in place: Institutional objects and institutional logics. In *On practice and institution: New empirical directions* (pp. 45-86). Emerald Publishing Limited. ISBN: 978-1-80043-417-2.

Friedland, R. (2017). The value of institutional logics. In *New themes in institutional analysis* (pp. 12-50). Edward Elgar Publishing.

Frost, C. A. (2007). Credit rating agencies in the capital markets: A review of research evidence on selected criticism of the agencies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(3), 469. <https://doi.org/10.1177/0148558X0702200306>

Giamporcaro, S., & Gond, J. P. (2016). Calculability as politics in the construction of markets: The case of socially responsible investment in France. *Organization Studies*, 37(4), 465-495. <https://doi.org/10.1177/0170840615604498>

Granovetter, M. (2017). *Society and economy: Framework and principles*. Harvard University Press. LCCN 2016043756 | ISBN 9780674975217

Healy, K. (2015). The Performativity of Networks. *European Journal of Sociology*, 56(2), 175-205. <https://doi.org/10.1017/S0003975615000107>

Kauppinen, I., Cantwell, B., & Slaughter, S. (2017). Social mechanisms and strategic action fields: The example of the emergence of the European Research Area. *International Sociology*, 32(6), 796-813. <https://doi.org/10.1177/0268580917726630>

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010). Dodd-Frank Act Title IX: Subtitle C [online]. In: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/wallstreetreform-cpa-ix-c.pdf>. Accessed 29 January 2022

Hemraj, M. (2015). *Credit rating agencies: Self-regulation, statutory regulation and case law regulation in the united states and European Union*. Springer.

Henry Varnum Poor Dead. <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1905/01/06/101351454.pdf>. Published: January 6, 1905 Copyright © The New York Times. Accessed 31 January 2022

Izzi, L., Oricchio, G., & Vitale, L. (2011). Basel III credit rating systems: An applied guide to quantitative and qualitative models. Springer.

Kalthoff, H. (2005). Practices of Calculation Economic Representations and Risk Management. *Theory, Culture & Society*, 22(2), 69–97. <https://doi.org/10.1177/0263276405051666>

Kiff, J., et al. (2010). The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings. In: Global Financial Stability Report. *Sovereign, Funding, and Systemic liquidity*. International Monetary Fund.

Kluttz, D. N., & Fligstein, N. (2016). Varieties of sociological field theory. *Handbook of contemporary sociological theory*, 185-204.

Krippner, G. R., & Alvarez, A. S. (2007). Embeddedness and the intellectual projects of economic sociology. *Annu. Rev. Sociol.*, 33, 219-240. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.33.040406.131647>

Krippner, G. R. (2011). *Capitalism on crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*. Harvard University Press Cambridge, Massachusetts, and London, England.

Krippendorff, K. (2018). *Content analysis: An introduction to its methodology*. Sage publications.

Latour, B. (1987). *Science in Action: How to Follow Scientists and Engineers Through Society*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Lieberman, J. (2002). Statement by Senator Lieberman of the US Senate Committee on Governmental Affairs. In: Rating the raters: Enron and the credit rating agencies. Committee on Governmental Affairs, March, 20, 2002. <https://www.govinfo.gov/app/details/CHRG-107shrg79888/CHRG-107shrg79888>. Accessed 04 February 2022.

Lim, A. (2021). Global fields, institutional emergence, and the regulation of transnational corporations. *Social Forces*, 99(3), 1060-1085. <https://doi.org/10.1093/sf/soaa038>

Lugo, S, Croce, A., & Faff. (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>

Law, J. (1994). *Organizing Modernity*. Oxford: Blackwell

MacKenzie, D., & Millo, Y. (2003). Constructing a market, performing theory: The historical sociology of a financial derivatives exchange. *American journal of sociology*, 109(1), 107-145. <https://doi.org/10.1086/374404>

MacKenzie, D. (2006). Is economics performative? Option theory and the construction of derivatives markets. *Journal of the history of economic thought*, 28(1), 29-55. <https://doi.org/10.1080/10427710500509722>

MacKenzie, D. (2008). *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets*. Cambridge, MA: MIT Press.

MacKenzie, D. (2011). The credit crisis as a problem in the sociology of knowledge. *American Journal of Sociology*, 116(6), 1778-1841. <https://doi.org/10.1086/659639>

Macey, J., R. (2002). Statement by the Macey of the US Senate Committee on Governmental Affairs. In: Rating the raters: Enron and the credit rating agencies. Committee on Governmental Affairs, March, 20, 2002. <https://www.govinfo.gov/app/details/CHRG-107shrg79888/CHRG-107shrg79888>. Accessed 04 February 2022.

Machek, O., & Hnilica, J. (2013). A stochastic model of corporate lifespan based on corporate credit ratings. *International Journal of Engineering Business Management*, 5, 45. <https://doi.org/10.5772/56918>

Mattarocci, G. (2013). *The independence of credit rating agencies: How business models and regulators interact*. Academic Press.

Mahoney, J. (2003). Strategies of casual assessment int comparative historical analysis. In: Mahoney, J., & Rueschemeyer, D. *Comparative Historical Analysis in the Social Sciences*. Cambridge University Press.

Mennillo, G., & Sinclair, T. J. (2019). A hard nut to crack: Regulatory failure shows how rating really Works. *Competition and Change*, 23(3), 266-286. <https://doi.org/10.1177/1024529419833870>

Mention, A. L., & Torkkeli, M. (2012). Drivers, processes and consequences of financial innovation: a research agenda. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 16(1-2), 5-29. <https://doi.org/10.1504/IJEIM.2012.050441>

Miller, D. (2002). Turning Callon the Right Way Up. *Economy and Society*, 31: 218–33. <https://doi.org/10.1080/03085140220123135>

Mirowski, P., & Nik-Khah, E. (2004). Markets made flesh: Callon, performativity, and a crisis in science studies, augmented with consideration of the FCC auctions. Paper presented to the workshop “The Performativities of Economics,” Paris.

Moosa, I., A. (2017). The regulation of credit rating agencies: A realistic view. *Journal of Banking Regulation*, 18 (2), 180-200. <https://doi.org/10.1057/jbr.2015.9>

Moreira, F., & Zhao, S. (2018). Do credit ratings affect spread and return? A study of structured finance products. *International Journal of Finance & Economics*, 23(2), 205-217. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1612>

Muniesa, F. (2007). Market technologies and the pragmatics of prices. *Economy and Society*, 36(3): 377–395. <https://doi.org/10.1080/03085140701428340>

Muniesa, F., Millo, Y., & Callon, M. (2007). An introduction to market devices. *The sociological review*, 55(2_suppl), 1-12. <https://doi.org/10.1111/j.1467-954X.2007.00727.x>

Nataf, O., De Moor, L., & Vanpée, R. (2018). Was Regulation (EC) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies effective? *Journal of Banking Regulation*, 19 (4), 299-316. <https://doi.org/10.1057/s41261-017-0059-7>

North, D (1991). Institutions, institutional change and economic performance. *The Economic Journal*, 101(409), 1587–1589. <https://doi.org/10.2307/2234910>

Partnoy, F. (2006). “How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers,”. In: Fuchita., Y & Litan., R., E. (eds.). *Financial Gatekeepers: Can they Protect Investors?* Washington, DC: Brookings Institution Press.

Paudyn, B. (2013). Credit rating agencies and the sovereign debt crisis: Performing the politics of creditworthiness through risk and uncertainty. *Review of International Political Economy*, 20(4), 788-818. <https://doi.org/10.1080/09692290.2012.720272>

Polanyi, K. (2013). *A grande transformação*. Leya.

Picciau, C. (2018). The evolution of the liability of credit rating agencies in the United States and in the European Union: regulation after the crisis. *European Company and Financial Law Review*, 15(2), 339-402. <https://doi.org/10.1515/ecfr-2018-0012>

Poon, M. (2007). Scorecards as devices for consumer credit: The case of Fair, Isaac & Company Incorporated. *The sociological review*, 55(2suppl), 284-306. <https://doi.org/10.1111/j.1467-954X.2007.00740.x>

Poon, M. (2009). From new deal institutions to capital markets: Commercial consumer risk scores and the making of subprime mortgage finance. *Accounting, Organizations and Society*, 34(5), 654-674. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2009.02.003>

Poon, M. (2012). Rating agencies. In: Cetina, K., K., & Preda, A. *The sociology of finance*. United Kingdom: Oxford University Press.

Preda, Alex. (2006). Socio-Technical Agency in Financial Markets: The Case of the Stock Ticker. *Social Studies of Science* 36(5): 753–82. <https://doi.org/10.1177/0306312706059543>

Ratha, Dilip; De, Prabal K.; Mohapatra, Sanket. (2011). Shadow Sovereign Ratings for Unrated Developing Countries. *World Development*, 39 (3), 295-307.

Santiso, J. (1999). Analysts analyzed: a socio-economic approach to financial and emerging markets. *International Political Science Review*, 20(3), 307-330. <https://doi.org/10.1177/0192512199203005>

SEC (Securities and Exchange Commission). (2002). ‘Financial oversight of Enron: The SEC and private-sector watchdogs part two: More watchdogs — Wall street analysts and credit rating agencies’. http://www.senate.gov/~gov_affairs/100702watchdogsreport.pdf. Accessed 05 February 2022.

SEC (Securities and Exchange Commission). (1975). Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. (Release Nos. 33-7085; 34-34616; IC-20508; International Series Release No. 706. <https://www.sec.gov/rules/concept/34-34616.pdf>. Accessed 03 February 2022.

SEC (Securities and Exchange Commission). (2003). Securities, U. S. *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets as required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*. William S Hein Incorporated.

SEC (Securities and Exchange Commission). (2008). *Summary Report of Issues Identified in the Security and Exchange Commission Staff's Examinations of Select Credit rating agencies*. United States: Securities And Exchange Commission.

SEC (Securities and Exchange Commission). Report 109–326. (2006). “*Credit Rating Agency Reform Act of 2006*”. Public Law 109–291 109th Congress.

SEC (Securities and Exchange Commission). (1940). Investment company Act (1940). Chapter 686 of the 76th Congress. As Amended Through P.L. 115-174, Enacted May 24, 2018. <https://www.sec.gov/investment/laws-and-rules>. Accessed 09 February 2022.

Senator Bunning (2002). Statement by the Senator Thompson of the US Senate Committee on Governmental Affairs. In: *Rating the raters: Enron and the credit rating agencies*. Committee on Governmental Affairs, March, 20, 2002. <https://www.govinfo.gov/app/details/CHRG-107shrg79888/CHRG-107shrg79888>. Accessed 04 February 2022.

S&P. História. Disponível em: <<https://www.spglobal.com/en/history>>. Accessed 31 May 2023.

SIFMA. *Global Addendum 2007*. <https://www.sifma.org/resources/research/sifma-global-addendum-2007/>. Accessed 18 March 2023.

Smelser, N. J., & Swedberg, R. (2005). Introducing economic sociology. In: Smelser, N. J., & Swedberg, R. (2005). *The handbook of economic sociology*, 3-25.

Silber, I. F., (1995). Space, fields and boundaries: The rise of spatial metaphors in contemporary sociological theory. *Social Research*, 62(2), 323-355. <http://www.jstor.org/stable/40971096>

Silverman, D. (2002). Interpreting qualitative data. *Organization studies-berlin-european group for organizational studies*, 23(1), 161-161.

Sinclair, T. (2005 [2018]). *The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics*. London: Cornell University Press, 2005

Sinclair, T. J. (2010). Credit rating agencies and the global financial crisis. *Economic sociology_the european electronic newsletter*, 12(1), 4-9. <http://hdl.handle.net/10419/155956>

Smith, R. (2010). *Is high-frequency trading inducing changes in Market microstructure and dynamics?*. <http://arxiv.org/pdf/1006.5490v3.pdf>. Accessed 07 February 2022.

Sylla, R. (2002). An historical primer on the business of credit rating. In: Carmen, R. M. L. G. M., & Reinhart, M. *Ratings, rating agencies and the global financial system*. Springer, Boston, MA.

Schwarcz, S. L. (2017). Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systematically Risky World?. *William and Mary Law Review*, 58, 1345–1374.

Thornton, P. H., Ocasio, W., & Lounsbury, M. (2012). *The institutional logics perspective: A new approach to culture, structure and process*. OUP Oxford.

Thornton, P. H., & Ocasio, W. (2008). *Institutional logics*. The Sage handbook of organizational institutionalism, 99-128.

Thomas, G. S. (2004). Rating Agencies: An American Policy Arm?. *Economic and Political Weekly*, 39, 4613–4615.

Thompson (2002). Statement by the Senator Thompson of the US Senate Committee on Governmental Affairs. In: *Rating the raters: Enron and the credit rating agencies*. Committee on Governmental Affairs,

March, 20, 2002. <https://www.govinfo.gov/app/details/CHRG-107shrg79888/CHRG-107shrg79888>. Accessed 04 February 2022.

United States. Office of the Comptroller of the Currency. (1931). " *Annual Report of the Comptroller of the Currency*. Washington: Government Printing Officer.

https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/comp/1930s/compcurr_1931.pdf. Accessed 30 January 2022.

Velthuis, O. (2020). Market Devices. In: Bowen, J. R., Dodier, N., Duyvendak, J. W., & Hardon, A. (Eds.). (2020). *Pragmatic Inquiry: Critical Concepts for Social Sciences*, 80-93.

Weber, M. Risk: Theories of Decision and Choice. In: Smelser, N. J., & Baltes P. B. *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*: Elsevier: New York, NY, USA, 2001; pp. 13364–13368. ISBN 978-0-08-043076-8.

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.

White, L. J. (2011). The credit-rating agencies and the subprime debacle. In: Friedman, J. *What Caused the Financial Crisis*. University of Pennsylvania Press.

Wyatt-Brown, B. (1966). God and Dun & Bradstreet, 1841–1851. *Business History Review*, 40(4), 432-450.

Ulucan, A., & Atici, K. B. (2013). A multiple criteria sorting methodology with multiple classification criteria and an application to country risk evaluation. *Technological and Economic Development of Economy*, 19(1), 93-124. <https://doi.org/10.3846/20294913.2012.763070>

Yao, Z., Gu, D., & Chen, Y. (2017). Rating deflation versus inflation: On procyclical credit ratings. *Pacific-Basin Finance Journal*, 41, 46-64. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.12.003>

Yin, R. K. (2001). *Estudo de caso: Planejamento e Métodos*. Porto Alegre, RS: Bookman.

Zelizer, V., A. (2012). How I became a relational economic sociologist and what does that mean? *Politics & Society*, 40(2):145–174. <https://doi.org/10.1177/0032329212441591>

CAPÍTULO II

AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO E A DINÂMICA DOS CAMPOS: TRAJETÓRIAS, CAPITAIS E A DOMINAÇÃO FINANCEIRA

Resumo

Ao longo dos anos, as Agências de Classificação de Risco [ACRs] adquiriram recursos financeiros, culturais, políticos e econômicos que lhes concederam um certo nível de influência no núcleo dominante do mercado financeiro composto pelo Estado, Bancos e Instituições de governança global. Para interpretar a relação entre as ACRs, o Estado e outros campos, articulamos a teoria de campos para explorar as formas de dominação no campo mercado. O objetivo desta pesquisa é analisar a trajetória e o acúmulo de capital pelos atores do campo das Agências de Classificação de Riscos. Especificamente, buscamos: i) descrever e comparar os capitais das Agências de Classificação de Riscos Moody's e S&P; ii) analisar como a trajetória e acúmulo de capital pelos atores do campo definiu a posição influente das Agências de Classificação de Riscos no núcleo dominante do mercado financeiro e; iii) entender na dimensão simbólica, a relação das ACRs com os campos do núcleo dominante do mercado. Para isso, realizamos uma pesquisa histórico-descritiva com recorte temporal entre 2000 e 2019. Por meio de uma pesquisa documental e coleta de dados secundários, estruturamos duas prosopografias usando a análise histórica de capitais. Além disso, foram estruturadas seis Análises de Correspondência Múltipla [ACM], sendo elas sobre: Capital comercial, Capital financeiro, Capital organizacional e social, Capital tecnológico, Capital cultural e Capital simbólico. Os resultados mostraram que o forte acúmulo de capital e, especialmente de capital simbólico, tecnológico e comercial pelo campo das ACRs foi o que mais contribuiu para sua posição influente no núcleo dominante do mercado financeiro.

Palavras-chave: Agências de Classificação de Risco. Capitais. Governança Global. Trajetórias. Teoria de campos.

1. INTRODUÇÃO

O início do século XXI foi marcado por grandes transformações no mercado financeiro, como a expansão global de capitais, securitização e desintermediação dos mercados (Fabozzi, & Kothari, 2007; Krippner, 2011; Pereira, 2019). Esse cenário criou oportunidades para as Agências de Classificação de Risco [ACRs] (S&P, 2000; Moody's, 2000, 2001) uma vez que as novas opções de investimentos aumentaram a demanda pelos produtos e instrumentos financeiros desenvolvidos por essas agências (Sinclair, 2005 [2018]).

As ACRs são reconhecidas como as instituições mais influentes no mercado financeiro global. Autores como Mintz e Schwartz (1986), Sinclair (1994; 2003; 2005 [2018]) e Kerwer (1999) já discutiram sobre o poder delas. Além disso, a literatura tem mostrado outras formas do exercício desse poder como a influência que exerce sobre organizações do mercado financeiro (Kerwer, 2005; Verster, et al., 2019) e países soberanos (Sinclair, 2005; Kerwer, 2006; Akdemir & Karsh, 2012; White, 2018; Hung et al., 2022; Elkhoury, 2009; Luitel, Vanpée & De Moor, 2016), além da forma como ajuda constituir políticas financeiras (Paudyn, 2013; Barta & Johnston, 2023) e pressões de forças coercitivas sobre as organizações (Soudis, 2015).

No estudo de Sinclair (1994), ele destaca que a especialização em pesquisas de crédito tornou essas agências capacitadas para análises baseada no conhecimento contínuo dos negócios e do grande número de títulos de dívidas. Sinclair foi o primeiro a usar a perspectiva da economia política sobre as ACRs (Kerwer, 1999) ao mostrar como as ACRs são uma autoridade política importante para uma ordem mundial (Sinclair, 1994). O autor sugere que a inserção influenciadora das ACRs em blocos históricos dominantes - um conceito da tradição Gramsciana para se referir a uma aliança de forças sociais de grupos dominantes para moldar a sociedade (Gill & Law, 1989) – é uma das respostas para seu poder.

A teoria de campos de Bourdieu (1977; 1992; 2006; 2005), Fligstein e McAdam (2012) pode trazer discussões importantes sobre essas relações. A ideia de que as ACRs estruturaram sua posição influente no núcleo dominante do mercado financeiro é importante para compreender as análises relacionais construídas por diferentes homologias entre diferentes campos (Bourdieu, 1990) no nível global do mercado. O núcleo dominante do mercado é composto por campos que promovem a manutenção e o estabelecimento de ordem e influenciam outros campos do mercado financeiro. Uma parte desse domínio é concedido pelo Estado que, nas relações do mercado, aciona níveis de hierarquias por meio do reconhecimento e da distribuição de divisões. Ele estabelece contratos sociais que relacionam dominantes e dominados, criando hierarquias nas decisões políticas e nas disputas internacionais (David & Lake, 2009).

Outra parte do núcleo dominante do mercado é formado pelas Instituições de Governança global do mercado¹⁶ (e.g., FMI, IOSCO, Banco Mundial, BIS, etc) que promovem a manutenção e o estabelecimento de ordem e influenciam outros campos do mercado financeiro. Ferguson e Mansbach (1991), Bichoffe (2017), Miglionico (2019) e Radosh-Hinder (2023) destacam que as ACRs são alguns dos principais atores privados não-estatais que alinham seus objetivos gerenciais ao das instituições de governança global. Isso porque, assim como as ACRs, essas instituições têm uma estrutura de conhecimento técnico específico relevante para influenciar nas finanças globais (Kessler, 2007; Radosh-Hinder, 2023). Normalmente existe uma relação entre as instituições de governança global com o Estado. Exemplo disso é que no nível global, a relação por meio de atores estatais e não-estatais que criam regras globais entre países é uma forma de trabalho em conjunto (ver mais em Lim, 2020).

Com o Estado, as ACRs estabelecem uma relação direta através de regras federais (Carruthers, 2013). A pesquisa de Nascimento e Sacomano Neto (2024), por exemplo, mostra resultados importantes sobre relação de poder e interdependência na emergência e expansão das ACRs. Assim, trazendo a ideia de mercado como campo (Bourdieu, 2005; Fourcade, 2007; Fligstein, 2021), é possível analisar nas ACRs a relação entre outros campos em uma abordagem mais ampla de poder e governança no mercado financeiro mundial.

Do ponto de vista teórico, observamos uma lacuna que envolve questões a serem discutidas sobre as ACRs na teoria de campos de Bourdieu (2006; 2005) e Fligstein e McAdam (2012). Embora na sociologia econômica, autores como Carruthers (2010), Bichoffe (2016), Fourcade (2017), Besedovsky (2018) têm buscado entendê-las através do contexto político e cultural, não há tentativas de explicar como as ACRs assumiram uma posição influente no núcleo dominante do campo financeiro através da trajetória e de seus capitais.

A teoria de campos de Bourdieu (1992; 2006; 2005) traz visões relevantes para compreender que no limite do poder, as trajetórias e os diferentes tipos de capital das ACRs podem justificar uma posição influente. Os diferentes tipos de capital acumulados pelos atores das ACRs, por exemplo, podem exercer efeitos estruturais que modificam a “posição relativa no espaço” (Bourdieu, 2005). A literatura (e.g., Go, 2008; Nexon & Neumann, 2018; Bourdieu, 1998) tem mostrado como as formas de capital podem justificar posições dominantes. Precisamente, essas pesquisas mostram como a acumulação histórica de capitais pode favorecer posições privilegiadas em diferentes campos.

¹⁶Na revisão de literatura foram encontrados outros nomes: Instituições de Governança Internacional (GGI's); Organismos Supranacionais; Organizações internacionais; Instituições transnacionais. Essas instituições são: Organização Mundial do Comércio [OMC], Fundo Monetário Internacional [FMI], Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico [OCDE], International Organization of Securities Commissions [IOSCO]; Banco Mundial e Banco de Compensações Internacionais [BIS].

Os capitais são úteis para descrever o estado das posições sociais, permitem aprofundar a dinâmica de conservação e transformação das distribuições de propriedades ativas do espaço social (Bourdieu, 1998). Isso porque é possível analisar como o trabalho acumulado contribui para mecanismos de apropriação e poder (Nexon & Neumann, 2018). Já as trajetórias (Bourdieu, 1994) se voltam para propriedades historicamente construídas em torno de um campo social e são definidas pelas posições dos agentes e seus interesses. Para o autor, as trajetórias são importantes para entender as estruturas fundamentais, como capitais, a estrutura do campo e o próprio habitus.

Considerando as concepções de Bourdieu (1992; 2005; 2006; 2018) sobre os campos historicamente estruturados pelas trajetórias e capitais e pela relação de poder entre diferentes campos, a pesquisa busca responder à seguinte questão: Como a trajetória e o acúmulo de capital pelos atores definiram a posição influente das Agências de Classificação de Riscos no núcleo dominante do mercado financeiro? Para responder à questão, o objetivo desta pesquisa é analisar a trajetória e o acúmulo de capital pelos atores do campo das Agências de Classificação de Riscos. Usando dados de pesquisa entre os anos de 2000 e 2019, foram estruturadas duas prosopografias (Stone, 2011) das duas maiores ACRs do mercado, a Moody's e S&P. Assim, de modo específico, a pesquisa busca: i) descrever e comparar os capitais das Agências de Classificação de Riscos Moody's e S&P; ii) analisar como a trajetória e acúmulo de capital pelos atores do campo definiu a posição influente das Agências de Classificação de Riscos no núcleo dominante do mercado financeiro e; iii) entender na dimensão simbólica, a relação das ACRs com os campos do núcleo dominante do mercado.

As duas prosopografias foram estruturadas usando a análise histórica de capitais. Para reduzir a complexidade dos dados, objetivar e interpretar os capitais, foram estruturadas seis Análises de Correspondência Múltipla [ACM] (Le Roux & Rouanet, 2010; Fávero & Belfiore, 2024), sendo elas sobre: Capital comercial, Capital financeiro, Capital organizacional e social, Capital tecnológico, Capital cultural e Capital simbólico. As ACMs foram operacionalizadas no Software Spyder, programa de Linguagem de Programação Python que faz parte da plataforma de distribuição de código aberto para ciências de dados, o Anaconda, Inc.

Este artigo está estruturado em outras sete seções. Na segunda discorremos sobre a relação entre campos, considerando a relação de poder e condições dominantes. Na seção 3 discorremos sobre o núcleo dominante do mercado financeiro formado pelo Estado e por instituições de governança global do mercado. Na seção 4, apresentamos os fundamentos sobre os capitais e trajetórias e como eles são capazes de definir uma posição influente do campo. Na seção 5, descrevemos o método e as fontes de dados da pesquisa. Na seção 6 há os resultados da pesquisa. Na seção 7, as análises e discussões e na seção 8, as considerações finais.

2 CAMPOS DOMINANTES E RELAÇÃO ENTRE CAMPOS

A ideia de que um campo tem certo poder sobre outro é um dos núcleos da teoria de campos de Bourdieu (Bourdieu, 1985; Bourdieu, 1989; Bourdieu, 1990) e Fligstein (Fligstein, 1996; Fligstein & McAdam, 2012). A teoria de campos explora como os agentes dominantes buscam manter domínio enquanto são “confrontados” por desafiantes. Esses espaços em questão, revelam um campo de lutas entre agentes tentando manter ou alterar as relações de forças já existentes no campo (Bourdieu, 2006). Por isso Bourdieu (1997b) cita que há uma relação constante e desigual entre dominantes e dominados; há aqueles que determinam e há aqueles que seguem as regras.

Na teoria de campos de Fligstein e McAdam (2012), os autores discorrem que a “estabilidade” de um campo funciona quando outros campos existem para reproduzir as ordens dos mais poderosos. Por isso a ideia de campo estabelecido (estabelecimento do campo) se apoia na ideia de que os interesses de grupos dominantes são sempre privilegiados. Esse estágio do campo acontece quando os atores do campo concordam e aceitam um tipo de ordem, um tipo de capital simbólico particular dominante e sua distribuição (Steinmetz, 2002; Buchholz, 2008).

Essas percepções mostram como a ideia de “domínio” pode surgir quando na relação entre dominantes e dominados, as ordens predominantes do campo dominante são aceitas (Fligstein & McAdam, 2012). O reconhecimento e a legitimidade de uma dominação se constituem de forças historicamente variáveis que reforçam a relação de força já estabelecida, impedindo a apreensão de relações de forças por parte das classes dominadas (Bourdieu, 2011). A dominação, no entanto, não acontece pelo simples feito de uma ação exercida por um conjunto de atores dominantes, mas sim pelo efeito indireto de um conjunto de ações realizadas em uma rede cruzada de limitações de cada um dos dominados pela estrutura do campo em que exerce dominação (Bourdieu, 1996).

Bourdieu usa “ideologia dominante” para se referir à função primária de expressar e produzir a integração lógica da classe dominante. Ela produz normas sociais e estruturas de poder sobre as percepções de sistemas políticos e econômicos (Bourdieu & Boltanski, 2008 [1976]). Esses discursos fornecem referências simbólicas assumindo o papel de marcadores culturais de identidade que são propícios para os processos de formação de grupo (Susen, 2014). Para a autora, a ideologia ajuda a entender como a ideia de poder e controle são mantidos na sociedade.

Sobre o conceito de ideologia dominante de Bourdieu, Boltanski (2008) destaca que se trata de uma etnografia de formas de classificação e categorização, bem como sistemas de pensamento sobre práticas místicas e rituais. As crenças são fundamentadas pelos interesses de grupos poderosos que buscam distorcer a realidade e manter o controle, geralmente fundamentados no status quo para beneficiar a classe dominante (Bourdieu & Boltanski, 2008 [1976]). Por isso,

ideologias dominantes podem firmar sua posição quando são capazes de moldar e controlar as condições sociais e, também, adaptar essas mudanças sociais reais (Susen, 2016).

Para que uma ideologia dominante exista, grupos dominantes e poderosos da sociedade promovem um conjunto de crenças e ideias que são amplamente aceitas. As ideologias dominantes buscam, por meio de seus interesses, fazer com que as ideias pareçam verdadeiras (Bourdieu & Boltanski, 2008 [1976]); logo, o discurso dominante poderoso pode não ser verdadeiro, mas pode ser capaz de tornar-se verdadeiro (Boltanski, 2008).

Os esquemas estruturantes de dominação são realizados por relações entre passado e futuro, tradicional e moderno, direita e esquerda, isto é, opostos hierárquicos etc. (Bourdieu & Boltanski, 2008 [1976]). É sempre um esquema de divisão e hierarquização. Susen (2014) discorre sobre as posições dentro da sociedade, no qual frações dominantes dentro da classe dominante determina discursos dominantes em uma ordem estabelecida. As percepções da autora mostram como ideologias são conectadas aos conflitos sociais, controle e influência e determinados grupos possuem características únicas que se diferenciam dos outros grupos e os mais influentes moldam as principais ideias da sociedade.

Boltanski (2008) sugere que a ideologia dominante cumpre a função de unificar a classe dominante, reformar a consolidação e legitimar a dominação. Na ideologia, o realismo pragmático dos intervenientes mais influentes pode exercer controle sobre políticas ideológicas, comportamentais e padrões institucionais (Susen, 2016). A ideologia pode ser caracterizada como uma estrutura estruturada e estruturante que molda e é moldada pelas interações sociais (Susen, 2016). Essas redes de relações de oposição e concorrência (Bourdieu, 1989) configuram estruturas estruturadas e estruturantes.

As relações construídas por diferentes homologias (Bourdieu, 1990) entre diferentes campos é relevante para análise de um núcleo dominante. Ou nas percepções de Fligstein e McAdam (2012), as relações entre campos. Os campos apresentam homologias estruturais e funcionais em relação a outros campos (Bourdieu, 1983) para diversos objetivos, inclusive, promover um certo tipo de domínio sobre outros campos. Entre os campos, a homologia estrutural, por exemplo, faz com que seja possível que a produção cultural influencie a hierarquia simbólica e que esta influencie na conservação ou subversão da ordem política (Thiry-Cherques, 2006). A integração de diversas classes de interesses e práticas unificadas em uma relação socioeconômica, muito se aproxima do que Bourdieu também chama de homologia de classes (Ramos Jr, 1982) e devido às homologias que existem entre várias posições em diversos campos, torna-se possível que seja estruturada alianças e um padrão consistente.

A homologia é um conceito que situa a comunicação entre campos, mesmo que diferentes, mas situados por um habitus em comum (Bourdieu, 1989). Esta relação é a chave para compreender a eficácia de um discurso ou doutrina simbólica, através das relações objetivas e de forças que a cultura dominante busca impor (Bourdieu, 1974). Isso porque as relações objetivas de poder se reproduzem em relações simbólicas de poder (Bourdieu, 1985). Para Fligstein e McAdam (2012), essa relação entre campos acontece num ambiente muito mais amplo, caracterizado por vários tipos de relações definidas por distinções binárias, como dependência e interdependência, próximos e distantes, estatais e não-estatais etc. Fligstein e McAdam (2012) argumentam que Bourdieu estava ciente de que os campos estavam conectados a outros, mas nunca categorizou as ligações e dinâmicas que poderiam resultar em diferentes interações. De fato, essa classificação traz possibilidades de que os resultados das relações podem ser constituídos de mecanismos mais específicos para cada tipo de distinção.

Observar esses mecanismos para teoria de Fligstein e McAdam (2012) seria importante para analisar a relação estabelecida nesta classificação, especialmente se considerar que essa relação entre campos está diretamente relacionada ao campo estatal. Fligstein (1996) escreve que o Estado intervém sobre o mercado de duas formas: intervenção direta e regulamentação. Logo, se o Estado funciona como um “banco central de crédito simbólico” (Bourdieu, 1996[1989]), as regulamentações podem ser entendidas como um tipo de mecanismo de empréstimo simbólico entre os campos estatais e não-estatais.

2.1 Análises de campos no nível global

Tratar de questões políticas além das fronteiras dos próprios países sempre foi evidente na literatura da ciência política ou relações internacionais, trazendo percepções de poder estrutural nas relações internacionais (Gill, 1993; Guzzini, 1993; Faria, 2013; Butt, 2013; Gilpin, 1987 [2016]; Goh, 2019), especialmente caracterizadas pelos Estados. Mas para enfrentar os desafios do conceito de campo para níveis mais amplos, as teorias sociológicas estão buscando focar em abordagens que mostram a dinâmica de campos transnacionais ou globais (Buchholz, 2016¹⁷). Para a autora, além do habitus e das estratégias (micro), as relações e a cultura (meso), são necessários para que se considere o nível macro de estrutura, isto é, os ambientes maiores, para se realizar a análise dos processos globais na teoria de campo.

O reconhecimento de campos globais para além das fronteiras nacionais é relevante para mudar as concepções da teoria de campo de Bourdieu (Buchholz, 2016). Elas revelam o desafio de

¹⁷ Se concentra principalmente no campo da arte global e não se expande a todos os campos globais.

avaliar as teorias sociológicas para além do Estado-nação, isto é, ideia de transpor ordens de um país para outro sem considerar os níveis multi-escalar (Buchholz, 2016). Essas percepções podem alterar como se examina características distintas de campos que atuam no cenário global em uma escala multi-continental que abrange uma maior expansão geográfica. Entre outras formas, essas são análises possíveis para explorar a homologia estrutural dos campos nos conceitos de campo de poder (Ortiz, 1994).

A ideia de sistemas hierarquizados e organizados (Bourdieu, 2007) no nível global, trazem perspectivas importantes para as pesquisas sociais. Recentemente, a literatura tem desenvolvido pesquisas (e.g., Go, 2016, Buchholz, 2016; Lim, 2020) cujo objetivo é analisar a relação entre diferentes campos no nível global. Enquanto a análise de poder estrutural nas pesquisas de Go (2008) e Buchholz (2016) trazem perspectivas da teoria de Bourdieu para avaliar as relações entre diferentes campos a nível escalar, a de Lim (2021) traz percepções mais próximas as de Fligstein e McAdam (2012). Lim (2021) explora a abordagem para enfatizar como a emergência institucional é influenciada pela interação entre atores estatais e não-estatais no contexto do exercício da autoridade internacional. Essa “autoridade internacional” é exercida por processos globais que começam por diferentes atores e moldam outros processos (Ibidem).

Considerando essas perspectivas, a pesquisa de Buchholz (2016) busca entender como o capital simbólico funciona além das fronteiras nacionais. Para a autora, a ideia de uma “autonomia vertical” que descreve o nível de independência de uma relação a níveis mais baixos de organizações onde se operam as mesmas práticas é interessante para analisar os campos globais. Essa análise é importante para a compreensão do poder simbólico agregado que encua a noção de “crer sem ver”; um poder “quase mágico” uma forma irreconhecível e legitimada que permite obter aquilo que só é obtido e exercido se for reconhecido, porém, se passa despercebido (Bourdieu, 1989). Em outras palavras, o poder simbólico exerce poder sobre aqueles que estão sujeitos na estrutura do campo e é capaz de produzir e reproduzir crença. Ele reside de recursos baseados no conhecimento e reconhecimento da imagem em uma esfera social (Bourdieu, 2005; Buchholz, 2016).

Na nossa percepção, a ideia de homologia se reforça nessas abordagens alternativas, usadas para analisar além dos limites dos próprios campos. Nas abordagens de campos globais, especialmente de Lim (2021), é possível notar a ideia de interdependência de campos. Uma noção de que os campos podem efetuar mudanças uns nos outros ou cooperaram de alguma forma (Fligstein & McAdam, 2012). Para além, percepções dos conceitos de homologia — ou relações inter-campos no sentido de Fligstein & McAdam (2012) — são vistas nestas abordagens para explicar as relações de poder entre campos. A tentativa de entender como regras e organizações

globais se organizam é considerável à análise da função de diferentes países e grupos no funcionamento de ordens internacionais.

3. O NÚCLEO DOMINANTE DO MERCADO

No mercado, as regras de funcionamento são incorporadas aos interesses de grupos dominantes (Fligstein, 1996), como os próprios campos do Estado e outros campos com poder substancial de capital. As forças do campo orientam os dominantes em direção a estratégias cuja finalidade é redobrar sua dominação (Bourdieu, 2005). Empresas dominantes, por exemplo, causam pressões sobre outras empresas e suas estratégias modificando a posição da estrutura do campo e mudando os limites e regras do jogo (Bourdieu, 2005).

A primeira análise de um núcleo dominante perpassa sobre a idealização de um campo considerado hegemônico pela literatura (Cox, 1983; 1987; Bourdieu & Wacquant, 1992; Nexon & Neumann, 2018): o Estado. Bourdieu e Wacquant (1992) tratam o Estado como uma hegemonia, uma estrutura derivada da posse de “meta-capital”, isto é, um termo para referir-se a características específicas do Estado enquanto campo hegemônico no campo de poder. Para Bourdieu e Wacquant (1992) o meta-capital é o fator do estabelecimento e manutenção de hegemonia através do fornecimento de recursos e poder. Essa relação envolve dominação e controle e influência sobre outros campos sociais sendo capaz de estabelecer regras, normas e valores que moldam comportamentos e ações (Nexon & Neumann, 2018).

O Estado constitui-se, concomitantemente, do monopólio estatal da violência física e da violência simbólica legítima (Bourdieu, 1996). Ele institui formas simbólicas comuns de pensamento, contextos sociais da percepção, do entendimento ou da memória, formas estatais de classificação, ou melhor, esquemas práticos de percepção, apreciação e ação” (Bourdieu, 2007, p. 213). Além disso, Bourdieu (1998, p. 376) refere-se ao Estado como “banco central de crédito simbólico”, um campo hegemônico no campo de poder capaz de determinar definições de prestígio a outros campos (Nexon & Neumann, 2018). Ele tem a capacidade de inculcar princípios divisão e de divisão de acordo com suas estruturas, ou seja, tem um lugar de excelência das concentrações do exercício do poder simbólico (Bourdieu, 1996).

Nas relações internacionais, a propriedade atuante do Estado aciona níveis de hierarquias por meio de reconhecimento e distribuição de divisões. Ele estabelece contratos sociais que relacionam dominantes e dominados criando hierarquias nas decisões políticas e nas disputas internacionais (David & Lake, 2009). Fica mais evidente em como a linguagem de grupos poderosos

cria e compartilha crenças incontestáveis a medidas compartilhadas (Bourdieu & Boltanski, 2008 [1976]).

Outra parte do núcleo dominante do mercado é formada pelas instituições de governança internacional que promovem a manutenção e o estabelecimento de ordem e influência sobre outros campos do mercado financeiro. Em 1983, Zysman chamava esse campo de sistema de governança global que promove a origem de uma convergência institucional na forma de organização financeira dos mercados de capitais (Zysman, 1983). Essas instituições - IOSCO, FMI, Banco Mundial, BIS, etc. - são conhecidas por justificarem sua legitimidade e enfatizar um conhecimento especializado e técnico baseado em métricas de desempenho complexos para demonstrar competência e justificar autoridade (Stappert & Gregoratti, 2022). Elas têm uma estrutura de conhecimento técnico específico relevante para influenciar nas finanças globais (Kessler, 2007; Radosh-Hinder, 2023).

Sabe-se que no campo econômico, a base da confiança está enraizada nas normas sociais e culturais que desempenham um papel vital na facilitação de seu funcionamento adequado (Meyer, 2012). Por isso, essas instituições, também chamadas de instituições internacionais do capitalismo (Nölke, 2022) detêm um extenso conjunto de dados nos quais compartilham e comunicam sua legitimidade por meio da linguagem do discurso. Elas têm a capacidade de obter legitimidade por meio de diferentes regras e podem mudar suas ações e regras para manter a legitimidade (Henning et al., 2023). Sinclair (2001) chama isso de “lógica de mecanismos quase-regulatórios” nas novas finanças globais que fazem parte da infraestrutura global de governança. Um poder tão grande que é capaz de exercer forças sobre os outros campos do mercado, além de definir políticas e regras para o funcionamento das finanças ao nível mundial.

Normalmente existe uma relação entre as instituições de governança global e o Estado. Exemplo disso é que no nível global, a relação por meio de atores estatais e não-estatais que criam regras globais entre países torna-se uma forma de trabalho em conjunto (ver mais em Lim, 2020). São formas de reconhecimento mútuo que acontece por meio de empréstimos entre campos no núcleo dominante do mercado. No sentido de Bourdieu (1985) podemos entender que são relações objetivas de poder que se reproduzem em relações simbólicas de poder, logo, as relações que os campos têm com outros são úteis para análise relacional dos campos em espaços de poder.

4. CAPITAIS E TRAJETÓRIAS DO CAMPO

Os capitais são úteis para descrever o estado das posições sociais e permite aprofundar a dinâmica de conservação e transformação das distribuições de propriedades ativas do espaço social (Bourdieu, 1998). O capital é um trabalho acumulado na forma materializada ou incorporada por

agentes ou grupo de agentes (Bourdieu, 1986). Por isso, o campo de poder é um espaço de relações de forças entre diferentes tipos de capitais (Bourdieu, 1998) e medir o poder de um agente ou de um campo depende de diferentes recursos, ativos estratégicos ou capitais (capital financeiro, cultural, tecnológico, jurídico, organizacional, comercial, simbólico, força física etc.) (Bourdieu, 2005b).

Na literatura, pesquisas (e.g., Go, 2008; Nexon & Neumann, 2018; Bourdieu, 1998) mostram como a acumulação histórica de capitais pode favorecer posições privilegiadas em diferentes campos e como as formas de capital podem justificar posições dominantes. Isso porque no espaço há um local onde uma posição não pode ser ocupada se não pela acumulação mais elevada dos diferentes tipos de capitais (Wacquant, 1993). O capital gerado dentro das instituições e organizações compõem o nível meso entre outros participantes e estabelece uma relação interdependente entre mais fortes e mais fracos (Nexon & Neumann, 2018).

Como propõe Bourdieu (2011), a estrutura de distribuição de diferentes tipos e subtipos de capitais em determinados momentos representa a estrutura do mundo social no qual campo está inserido, seja por conjuntos de restrições inscritas na própria realidade do mundo ou sobre as formas de seu funcionamento. Isso acontece porque providos de um tipo de capital para poder dominar o campo, as lutas se identificam devido ao valor relativo dos diferentes tipos de capitais (Bourdieu, 1996).

A análise relacional dos capitais é importante, porque essa análise só existe em relação a outras propriedades pertinentes (Bourdieu, 1996). A constituição de um capital específico pode estar relacionada a vários outros tipos de capitais, desde que seja reconhecido e legitimado dentro do campo ou muita das vezes incorporado a um tipo de capital simbólico (Bourdieu, 1986). As percepções de Bourdieu (1983) levam-nos a considerar que a constituição de ordem hierárquica é fundamentada por tipos de capitais simbólicos específicos que dentre outras influências condicionam uma ideia de divisão.

De acordo com Bourdieu (2000; 2007c), a trajetória é útil para compreender a forma singular no qual os indivíduos ou grupos percorrem no espaço social ao longo do tempo baseado no volume de capital acumulado. A posição do agente durante o tempo é definida por uma posição de partida (origem) e chegada caracterizada por sua trajetória (Bourdieu, 2007c). Para o autor, quando comparado a outro que está em posição semelhante pode se diferenciar pela evolução e volume da estrutura de capital ao longo do tempo.

As trajetórias são entendidas como propriedades de um indivíduo ou grupo, historicamente construídas em torno de um campo social e definidas pelas posições dos agentes e seus interesses (Bourdieu, 1994). Em um sistema de traços pertinentes, as trajetórias são resultadas de

características distintivas de indivíduos ou grupos sociais (Bourdieu, 2007c). No campo das artes literárias, por exemplo, Bourdieu (2000) destaca o equilíbrio entre autonomia e influência social, o contexto histórico e as lutas competitivas pelo reconhecimento que moldam os caminhos de indivíduos e grupos.

Para Bourdieu (1994), as trajetórias são importantes para entender as estruturas fundamentais, como capitais, a estrutura do campo e o próprio habitus. Sobre o habitus¹⁸ tem-se que se trata de um conjunto de relações históricas “depositadas” em corpos individuais na forma de esquemas mentais e corporais de percepção, apreciação e ação” (Bourdieu & Wacquant, 1992, p. 16). O habitus de todos os agentes depende das ações de outros agentes e é fundamentado por inter-relações entre estrutura do campo, logo, o próprio habitus delimita as trajetórias que os agentes podem realizar mediante estratégias (Masson, 2021); vai depender muito da interiorização das estruturas externas e relações históricas objetivas que passaram (Ibidem).

Bourdieu (2000) sugere uma ligação entre trajetória e habitus, logo, habitus e campos são conceitos relacionais que buscam compreender a estrutura sobre práticas e práticas sobre estrutura (Bourdieu, 1997b). Em “Razões Práticas”, Bourdieu (1994) mostra a importância de entender como habitus do campo molda sua trajetória e mostra que no espaço social, um indivíduo ou grupo experimenta as disposições do habitus podendo constituir suas posições neste espaço.

O habitus associa-se às estruturas mentais e cognitivas para moldar os campos sociais, as relações e as posições (Bourdieu, 1997b). É uma noção de uma ordem lógica estrutural implícita que não opera independente de atores (Fligstein & McAdam, 2012). Isso porque o espaço social é um local de forças historicamente e objetivamente estruturadas pelas práticas dos agentes (Masson, 2021); logo, a configuração histórica da estrutura de um campo não existe se não antes dos agentes (Bourdieu, 1989). A estrutura de um campo quando suscetível a ação dos agentes, torna essa ação como propriedade definidora para o funcionamento deste (Masson, 2021).

Considerando estes pontos, a tese articula os conceitos e analisa a trajetória e o acúmulo de capital pelos atores do campo das Agências de Classificação de Riscos. É uma forma de análise analítica sobre a estrutura e evolução que revela estrategicamente como é construído o domínio das ACRs.

¹⁸Os atores possuem estruturas cognitivas - quadro cultural - mesmo conceito chamado de habitus por Bourdieu (Fligstein, 2007).

5. MÉTODO

A pesquisa é do tipo descritiva (Triviños, 1987) e de abordagem qualitativa e quantitativa (Gerhardt & Silveira, 2009). A pesquisa também é do tipo histórica-descritiva (Mahoney, 2003) em que o recorte inicia em 2000, período caracterizado pelo novo perfil do mercado, pela desregulamentação e pelo crescimento das finanças estruturadas (Vapa & Vukosavljevic, 2021), e finda em 2019 antes da pandemia da Covid-19.

Foi empregado duas prosopografias das duas maiores ACRs do mercado, a S&P e Moody's, com objetivo de compreender suas propriedades pertinentes e suas inter-relações estruturais e sócio-históricas. A prosopografia busca examinar as características comuns de um coletivo de atores na história e estabelece um universo de investigação a ser estudado por meio de um conjunto de questões uniformes (Stone, 2011). Por ser uma técnica difundida por historiadores, como Claude Nicolet (1970) e Lawrence Stone (Stone, 1971), a prosopografia tornou-se popular nas ciências por ter capacidade de representar uma visão abstrata da sociedade (Charle, 2000).

Por meio da prosopografia, várias questões foram derivadas de informações e dados que abrangem aspectos, como origens, trajetórias e características distintivas que definem a identidade das ACRs. As prosopografias foram construídas por dados coletados em fontes diversificadas, como as secundárias de evidência documental (Triviños, 1987). Para construir as duas prosopografias considerou-se a análise histórica de capitais, sendo eles: Capital comercial, Capital financeiro, Capital organizacional e social, Capital tecnológico, Capital cultural e Capital simbólico. O Quadro 01 mostra as fontes de dados de cada capital.

Quadro 1

Capitais e fontes de dados

Capital	Subcapital	Fonte de dados
Capital comercial	Operação Global Cobertura de mercado geral Cobertura Instituições Financeiras Cobertura Companhias de Seguros Cobertura Títulos Corporativos Cobertura Asset-Backed Securities Cobertura Títulos de Governos	Relatórios anuais das ACRs, Securities and Exchange Commission e Office of Credit Ratings
Capital financeiro	Receita Lucro Operacional Total de Ativos Dividendos Pagos	Relatórios financeiros das ACRs, Orbis, S&P capital IQ, Bloomberg e Investing
Capital organizacional e Social	Perfil dos Acionistas majoritários Aquisições e Investimentos Funcionários	Sites Moody's e S&P, Relatórios anuais das ACRs e Orbis, NYT, Bloomberg, Investing
Capital tecnológico	Plataforma de Dados Inteligência Artificial Tecnologias alternativas (Fintechs, Machine Learning, etc) Ferramentas de classificação Tecnologias de serviços Sistemas de Dados Analíticos	Relatórios anuais das ACRs, Relatórios de Referência, FactBooks e Orbis
Capital cultural	Formação Perfil (vender forte ou comprador forte) Setor de experiência anterior Cargos (CEO/Dir) Outras posições de Referência Idade Tempo de formação Tempo experiência interna Tempo experiência total	Relatórios anuais das ACRs, Bloomberg Profile, BoardroomAlpha
Capital simbólico	Prêmios e Reconhecimentos Valor da Empresa Tempo de mercado Tipo de relação com outros campos Campo que se relaciona	Relatórios anuais das ACRs, Sites Moody's; S&P, FactBooks e NYT.

Fonte: Autor (2025)

Como mostra o Quadro, foram utilizados dados e informações de múltiplas fontes, como sites institucionais das ACRs, notícias da mídia econômica e relatórios anuais. Os dados encontrados foram sistematicamente organizados e categorizados de acordo com a compreensão do pesquisador. Também foi usado a abordagem abdução que integra um raciocínio derivante da abordagem dedutiva e indutiva. A abordagem abdução, no sentido de Bourdieu, busca compreender os fenômenos sociais de maneira relacional e esquivar-se de dualismos, como aqueles que diferem o que é objetivo e subjetivo, quantitativo ou qualitativo (Fowler & Lemus, 2016).

5.1 Análise dos dados

Um dos avanços metodológicos da prosopografia é associar seu uso a métodos quantitativos de análise estatística para melhorar a compreensão e interpretação das informações (Gupta et al., 2018). Considerando a complexidade dos achados prosopográficos das ACRs, inclusive a ampla presença de dados quantitativos, foi operacionalizado para cada capital, uma Análise de Correspondência Múltipla [ACM]. Durante a primeira metade do século XX, essa técnica foi formulada por vários pesquisadores em várias partes do mundo e teve como figura seminal, Ronald Aylmer Fisher na década de 40 e, logo depois, entre os anos 60 e 70, o estatístico francês Jean-Paul Benzecri (Le Roux & Rouanet, 2010).

Le Roux e Rouanet (2010) definem ACM como uma técnica para analisar a associação entre variáveis categóricas e serve como análogo à análise de componentes principais de dados quantitativos. Para as ciências sociais é muito útil para compreender a noção de campo por meio da hierarquização (ver Bourdieu, 2008). Assim, autores como Duval (2010; 2015) e Lebaron (2006) têm usado e difundido a técnica em seus estudos.

5.2 Categorização e codificação das variáveis

Neste estudo, as ACMs foram operacionalizadas no Software Spyder, um programa de Linguagem de Programação Python que faz parte da plataforma de distribuição de código aberto para ciências de dados, o Anaconda, Inc. A ACM é uma técnica de análise de categorias tipo *str()*, cujo a natureza dos dados é qualitativa. Dessa forma, para estruturar as ACMs de forma sistemática, foi necessário organizar como parte imprescindível das análises, as variáveis e categorias.

Tabela 1
Categorização e codificação das variáveis

Variável	Categorias
Capital Comercial	
ACR	S&P; Moody's
Ano	2008a2010, 2011a2013, 2014a2016, 2017a2019*
Operação Global (OG)	↓Países (Número baixo de Países); ↓↑ Países (Número médio de países); ↑ Países (Número alto de países)
Cobertura de Mercado (CM)	BC↓ (Baixa Cobertura), MC↓↑ (Média Cobertura); AC↑ (Alta Cobertura); CMA↑↑ (Cobertura Muito Alta)
Instituições Financeiras (FI)	BC↓ (Baixa Cobertura), MC↓↑ (Média Cobertura); AC↑ (Alta Cobertura); CMA↑↑ (Cobertura Muito Alta)
Companhias de Seguros (IC)	BC↓ (Baixa Cobertura), MC↓↑ (Média Cobertura); AC↑ (Alta Cobertura); CMA↑↑ (Cobertura Muito Alta)
Títulos Corporativos (CI)	BC↓ (Baixa Cobertura), MC↓↑ (Média Cobertura); AC↑ (Alta Cobertura); CMA↑↑ (Cobertura Muito Alta)
Asset-Backed Securities (ABS)	BC↓ (Baixa Cobertura), MC↓↑ (Média Cobertura); AC↑ (Alta Cobertura); CMA↑↑ (Cobertura Muito Alta)

Títulos de Governos (GSS)	BC↓ (Baixa Cobertura), MC↓↑ (Média Cobertura); AC↑ (Alta Cobertura); CMA↑↑ (Cobertura Muito Alta)
Capital Econômico-Financeiro	
ACR	S&P; Moody's
Ano	2000a2003; 2004a2007; 2008a2011; 2012a2015; 2016a2019
Receita (RC)	↓↓VMB (Valores Mais Baixos), ↓VB (Valores Baixos), ↓↑VM (Valores Médios), ↑VA (Valores Altos), ↑↑ VMA (Valores muito alto)
Lucro Operacional (LO)	↓↓VMB (Valores Mais Baixos), ↓VB (Valores Baixos), ↓↑VM (Valores Médios), ↑VA (Valores Altos), ↑↑ VMA (Valores muito alto)
Total de Ativos (TA)	↓↓VMB (Valores Mais Baixos), ↓VB (Valores Baixos), ↓↑VM (Valores Médios), ↑VA (Valores Altos), ↑↑ VMA (Valores muito alto)
Dividendos Pagos (DP)	↓↓VMB (Valores Mais Baixos), ↓VB (Valores Baixos), ↓↑VM (Valores Médios), ↑VA (Valores Altos), ↑↑ VMA (Valores muito alto)
Capital Organizacional e Social	
ACR	S&P; Moody's
Ano	2000a2003; 2004a2007; 2008a2011; 2012a2015; 2016a2019
Perfil dos Acionistas majoritários (PerAc)	FC (Companhia Financeira); FM (Fundo Mútuo ou de pensão; fiduciário); CO (Corporação); IF (Individual ou Familiar) e CS (Companhia de Seguros)
Aquisições e Investimentos (A&I(n))	0-2Aq (De zero a 2 aquisições); 3-4Aq (De 3 a 4 aquisições); 5-7Aq (De 5 a 7 aquisições); 8-9Aq (De 8 a 9 aquisições)
Funcionários (Funci)	↓↓QMB (Quantidade Mais Baixa); ↓QB (Quantidade Baixa); ↓↑QM (Quantidade Média); ↑QA (Quantidade Alta); ↑↑ QMA (Quantidade mais alta).
Capital Tecnológico	
ACR	S&P; Moody's
Ano	2000a2003; 2004a2007; 2008a2011; 2012a2015; 2016a2019
Tecnologia (Tecn)	ST (Plataforma de Dados); IA (Inteligência Artificial); TA (Tecnologias alternativas como Fintechs, Machine Learning, etc); FT (Ferramentas); SV (Tecnologias de serviços); SDA (Sistemas de Dados Analíticos)
Capital Cultural	
ACR	S&P; Moody's
Ano	2000a2003; 2004a2007; 2008a2011; 2012a2015; 2016a2019
CEO	Ruther Jr; McDaniel; McGrawIII; Peterson
Formação (Form)	DIR (Direito); CP (Ciência Política); BA (Bachelor Of Arts); MT (Matemática)
Perfil (Perf)	Vfor (Vendedor forte); VFra (Vendedor fraco)
Setor Experiência Anterior (SetExp)	FI (Setor financeiro); BC (Banco)
CEO e Diretor ao mesmo tempo (CEO/Dir)	1E (1 Empresa); 2E (2 Empresas); 3E (3 Empresas); 4E (4 Empresas)
Posições de Referência (PRef)	Nda (Nenhuma); 1P (1 Posição); 2a5P (2 a 5 Posições); 6a10P (De 6 a 10 Posições); 10a15P (De 10 a 15 Posições); “+”15P (Mais de 15 Posições)
Idade (Id)	>45/50< (Entre 45 e 50 anos); >50/55< (Entre 50 e 55 anos); >55/60< (Entre 55 e 60 anos); >60/65<(Entre 60 e 65 anos)
Tempo de formado (EduI) ao logo de tempo na posição	20a30 (Entre 20 e 30 anos); 30a35 (Entre 30 e 35 anos); 36a40 (Entre 36 e 40 anos); 40a43 (Entre 40 e 43 anos)
Tempo experiência interna (ExIn) ao logo de tempo na posição	1a5 (Entre 1 e 5 anos); 6a10 (Entre 6 e 10 anos); 11a15 (Entre 11 e 15 anos); 16a20 (Entre 16 e 20 anos); 21a25 (Entre 21 e 25 anos); 26a30 (Entre 26 e 30 anos); +30 (Mais de 30 anos)
Tempo experiência Total (TempEx)	15a20 (Entre 15 e 20 anos); 20a25 (Entre 20 e 25 anos); 26a30 (Entre 26 e 30 anos); 31a35 (Entre 31 e 35 anos); 35a36 (Entre 35 e 36 anos)
Capital Simbólico	
ACR	S&P; Moody's
Ano	2000a2003; 2004a2007; 2008a2011; 2012a2015; 2016a2019
Premios e Reconhecimentos (R&P)	↓QBP (Quantidade baixa de Prêmios); ↓↑QMP (Quantidade Média de Prêmios); ↑QAP (Quantidade Alta de Prêmios); n.a (sem dados ou informações)
Valor da Empresa (VE)	↓↓VMB (Valores Mais Baixos); ↓VB (Valores Baixos); ↓↑VM (Valores Médios); ↑VA (Valores Altos); ↑↑ VMA (Valores Mais Altos)
Tempo de mercado (TM)	>90/100< (Entre 90 e 100 anos); >100/110< (Entre 100 e 110 anos); >140/150< (Entre 140 e 150 anos); >150/160< (Entre 150 e 160 anos)
Tipo de relação com outros campos (RL)	Cód (Código); Lei (Lei); Norm (Norma); Recon (Reconhecimento); n.a (Sem relação no período)
Campo que se relaciona (Campo)	CUE (Conselho da União Europeia); IOSCO (International Organization of Securities Commissions); BIS (Banco de Compensações Internacionais); SEC (Securities and

Exchange Commission); FMI (Fundo Monetário Internacional); n.a (Sem relação no período).

Fonte: Dados originais da pesquisa (2025).

Nota: *A limitação de acesso aos dados comerciais das ACRs impossibilitara que os anos de 2000 a 2007 entrassem na ACM. Esses dados só foram consolidados oficialmente após 2007 com a criação da Office Credit Ratings (OCR), em 2006.

Na presença de variáveis quantitativas, houve a possibilidade de transformá-las em variáveis qualitativas por meio da categorização, um procedimento de ponderação não-arbitrária (Fávero & Belfiore, 2024). Neste estudo, as variáveis com valores quantitativos foram categorizadas por meio da função *pd.qcut* no Software.

5.3 Procedimentos e validação dos modelos

Para a análise dos capitais foram utilizadas tabelas de contingências para avaliar a significância do cruzamento das variáveis. De acordo com Fávero e Belfiore (2024) não é indicado considerar na análise variáveis que não tenham associação significativa com pelo menos uma variável. A análise de significância estatística entre as variáveis pode ser dada por meio do teste qui-quadrado (χ^2) que identifica se há uma associação de não-aleatoriedade entre as variáveis (Le Roux & Rouanet, 2010; Fávero & Belfiore, 2024). Para isso, também se considera a associação estatisticamente significativa ao nível de significância de 5%, o cruzamento entre variáveis cujo p-valor seja $\leq 0,05$. A Tabela 2 mostra, em resumo, as significâncias das variáveis de cada ACM, associada a pelo menos uma outra variável. **[As tabelas de contingências completas estão no Apêndice I]**

Tabela 2

Tabela de contingência com variável significativa a uma outra variável.

Variável	qui-quadrado (x^2)	p-valor <0.05 entre pelo menos 1 variável
Comercial		
ACR	CM ($x^2 = 17.33$)	p-valor = 0,0006
	IC ($x^2 = 24.00$)	p-valor = 0,0000
	GSS ($x^2 = 24.00$)	p-valor = 0,0000
Ano	ABS ($x^2 = 34.67$)	p-valor = 0,0001
FI	OG ($x^2 = 20.24$)	p-valor = 0,0025
CM	CI ($x^2 = 34.67$)	p-valor = 0,0001
Econômico-Financeiro		
ACR	TA ($x^2 = 17.00$)	p-valor = 0,0019
	DP ($x^2 = 13.0$)	p-valor = 0,0113
Ano	RC ($x^2 = 56.25$)	p-valor = 0,0000
	LO ($x^2 = 73.75$)	p-valor = 0,0000
Organizacional e Social		
ACR	Funci ($x^2 = 31.1$)	p-valor = 0,0000
	&I(n) ($x^2 = 13,03$)	p-valor = 0,0046
Ano	PerfAc ($x^2 = 37.77$)	p-valor = 0,0094
Capital Tecnológico		
ACR	Ano ($x^2 = 14.6$)	p-valor = 0,0056
	Tecn ($x^2 = 35.34$)	p-valor = 0,0000
Ano	Tecn ($x^2 = 111.09$)	p-valor = 0,0000
Capital Cultural		
CEO	ACR ($x^2 = 14.6$)	p-valor= 0,0000
	Id ($x^2 = 26.84$)	p-valor = 0,0015
	Form ($x^2 = 120.0$)	p-valor = 0,0000
	EduT ($x^2 = 26.21$)	p-valor = 0,0019
	Perfil ($x^2 = 40.00$)	p-valor = 0,0000
	SetExp ($x^2 = 40.0$)	p-valor = 0,0000
	TempEx ($x^2 = 29,94$)	p-valor = 0,0029
	CEO/Dir ($x^2 = 60.27$)	p-valor = 0,0000
	PRef ($x^2 = 37.42$)	p-valor = 0,0011
	ExInt ($x^2 = 59.69$)	p-valor = 0,0000
Capital Simbólico		
ACR	TM ($x^2 = 48.0$)	p-valor = 0,0000
Ano	VE ($x^2 = 70.66$)	p-valor = 0,0000
	P&R ($x^2 = 47.19$)	p-valor = 0,0000
	RL ($x^2 = 30.07$)	p-valor = 0,0177
	Campo ($x^2 = 41.33$)	p-valor = 0,0034
Campo	RL ($x^2 = 168.00$)	p-valor = 0,0000

Fonte: Dados originais da pesquisa (2025)

Os dados da Tabela 1 mostram, por meio do teste qui-quadrado e p-valor, que todas as variáveis têm associação significativa com pelo menos uma variável, sendo assim, todas participam da análise. É importante frisar ainda que a maioria das variáveis tem associação significativa com mais de uma variável, mas o capital cultural foi o modelo em que houve mais variáveis associadas estatisticamente a mais de uma variável.

Os autovalores (λ^2) correspondem às inércias principais importantes para determinar a inércia principal total e seu percentual em cada dimensão (Le Roux & Rouanet, 2010; Klüger, 2018).

Os autovalores são dados pela quantidade (m) e depende da qualidade de categorias nas variáveis. Esses autovalores são importantes para determinar a quantidade de dimensões em cada ACM por meio da fórmula $(\lambda^2) = J - Q$, em que J corresponde à quantidade total de categorias e Q, a quantidade de variáveis (Fávero & Belfiore, 2024).

A inércia total é dada por $I_T = \frac{J-Q}{Q}$ e indica a variabilidade das informações e contribuições das categorias nos eixos (Bertoncelo, 2022). A inércia média (I_M) indica quantas dimensões são estatisticamente hábeis a entrarem na análise. Para isso, é importante que somente sejam plotadas no mapa perceptual as coordenadas dos eixos cujo autovalores sejam maiores do que a inércia média (I_M). Além disso, a variância indica o percentual de explicação de cada eixo sobre as categorias plotadas no mapa (Le Roux & Rouanet, 2010). A Tabela 3 mostra os resultados dos modelos para inércia e variância de cada eixo.

Tabela 3

Inércia e variância dos eixos

$I_T =$ Inércia total $I_M =$ Média da Inércia	Eixo	Autovalores	% variância	% acumu
Capital Comercial				
$I_T = 2,66$	1	0,604	22,65%	22,65%
$I_M = 0,11$	2	0,537	20,13%	42,79%
Capital Econômico-financeiro				
$I_T = 3,49$	1	0,726	20,75%	20,75%
$I_M = 0,16$	2	0,605	17,19%	38,03%
Organizacional e Social				
$I_T = 3,39$	1	0,570	16,76%	16,76%
$I_M = 0,19$	2	0,479	14,09%	30,85%
Capital Tecnológico				
$I_T = 4,33$	1	0,608	14,02%	14,02%
$I_M = 0,33$	2	0,506	11,67%	25,69%
Capital Cultural				
$I_T = 3,08$	1	0,617	20,00%	20,00%
$I_M = 0,08$	2	0,410	13,29%	33,29%
Capital Simbólico				
$I_T = 3,42$	1	0,521	15,18%	15,18%
$I_M = 0,14$	2	0,399	11,65%	25,83%

Fonte: Dados originais da pesquisa (2025)

A contribuição das categorias para interpretação de um eixo é dada pela fórmula $Ctrlk \geq \%$ (Le Roux & Rouanet, 2010; Klüger, 2018; Bertoncelo, 2022) em que o número de categorias deve ser dividido por 100. A identificação dessas categorias é importante para direcionar a análise tendo em vista a complexidade dos dados. **[As tabelas de contribuições estão no Apêndice II]**

6. RESULTADOS DA PESQUISA

Essa seção explora duas prosopografias das duas maiores ACRs do mercado, a Moody's e a S&P. Considerando a análise histórica de capitais, formulou-se seis ACMs, sendo elas sobre: o Capital comercial, o Capital financeiro, o Capital organizacional e social, o Capital tecnológico, o Capital cultural e o Capital simbólico.

6.1 O Capital comercial das Agências de Classificação de Risco

No processo de desintermediação e globalização dos mercados a autoridade de bancos e governos foi limitada e, como resultado, a importância dessas classificações de crédito ganhou notoriedade (Kerwer, 1999). Influenciado pelo mercado americano, os bancos de investimentos, como JP Morgan, Morgan Stanley, Bear Stearns conseguiram distribuir produtos securitizados (como RMBS) no mercado mundial (Wainwright, 2015). Dessa forma, para aumentar a credibilidade desses produtos, as classificações realizadas pelas Agências Moody's, Fitch e Standard & Poor's ganham ainda mais importância.

No século XXI o foco das ACRs era ampliar e aumentar seus empreendimentos e atividades comerciais para manter o domínio das classificações no mercado internacional. Para atender a necessidade do mercado, as ACRs investiram pesado em aprimoramento de serviços e produtos e, como resultado, boa parte do mercado de títulos era avaliado por essas agências. Em um estudo publicado em 2000 pela Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) mostrava que 11 dos 12 países membros do comitê usam as classificações de riscos das ACRs para supervisão financeira (SEC, 2008).

Em 2000 os ativos sob gestão das análises da Standard & Poor's cresciam mediante o portfólio em parceria com bancos, como Bear Stearns e Citigroup. Com o mercado de ações, a Standard & Poor's Information Services cresceu com amplo portfólio de serviços, como provedores de cotações da Internet ComStock, Compustat, Index Services e Fund Services. Além disso, expandiu seus serviços de índices após comprar a Barclays Global Investors e introduziu 4 novos Fundos Negociados em Bolsa [ETFs] nos Estados Unidos e no Canadá. Enquanto isso, a Moody's investia no fornecimento de softwares, ferramentas e educação de crédito e avaliação de risco de crédito, especialmente, voltados para o setor bancário.

Com a privatização e a desregulamentação dos mercados, diversos outros países importantes como a Cingapura, a Austrália, a China e a cidades de Hong Kong impulsionaram a reestruturação dos setores de energia, transporte, energia e setores de telecomunicações. A Moody's já cobria a avaliação de 30 trilhões em títulos de dívida em todo o mundo e, principalmente, a

classificação para transações de financiamento de projetos asiáticos. Até 2000, a empresa que era parte da Dun & Bradstreet Corporation foi dividida em duas empresas de capital aberto, a Moody's Coportation e New D&B Corporation.

Em 2001, as ACRs continuavam a se beneficiar da globalização e securitização juntamente com o crescimento dos mercados de capitais globais. Nos Estados Unidos, os negócios de rating foram beneficiados pelas taxas de produtos derivados baseados em índices Exchange-Traded Funds (ETFs) que permitiam que os investidores comprassem cestas de ações e ativos de uma só vez (Allen, 1994). Os SPDRs também, um tipo de recibo de depósito da S&P eram alguns dos títulos mais negociados na bolsa de valores Americana. Além disso, outros índices da S&P, como os títulos S&P Global 1200, S&P Topix 150, S&P Asia Pacific 100, S&P Canada 60 e o S&P Latin America 40 eram incorporados ao S&P Euro 350.

Até 2001 os ETFs eram uma fonte forte de receita da Standard & Poor's que faturava com base na quantidade de ativos sob sua gestão. Globalmente, quase metade dos US\$ 103 bilhões investidos em ETFs neste ano eram baseados nos índices da Standard & Poor's incluindo ETFs na Austrália, Japão e Europa (S&P, 2001). Em 2002, a S&P ganhou destaque por ser a primeira Agência a classificar ETFs de renda fixa, um tipo de fundo de investimento de baixo risco.

O crescimento das finanças estruturadas era substancial, especialmente pela emissão de títulos garantidos por hipotecas residenciais nos Estados Unidos. Em 2003, somente a emissão de Títulos Lastreados em Hipotecas Residenciais [RMBS] teve crescimento de 49,2% (S&P, 2003). Mas o mercado de títulos securitizados também apresentava expansão na Europa e Ásia. Particularmente na Europa, as ACRs esperavam que a União Monetária Europeia continuasse a facilitar a desintermediação dos mercados para expandir ainda mais seus negócios na região. Pelo processo de securitização, iniciado ainda na década de 90, os caminhos foram abertos para bancos de investimento e para as ACRs que buscavam se especializar para os negócios na região (Wainwright, 2017). Segundo o autor, esse tipo de processo financeiro se espalhava e, desde a década de 90 até o ano 2008, antes da crise, era um processo financeiro muito popular na Europa.

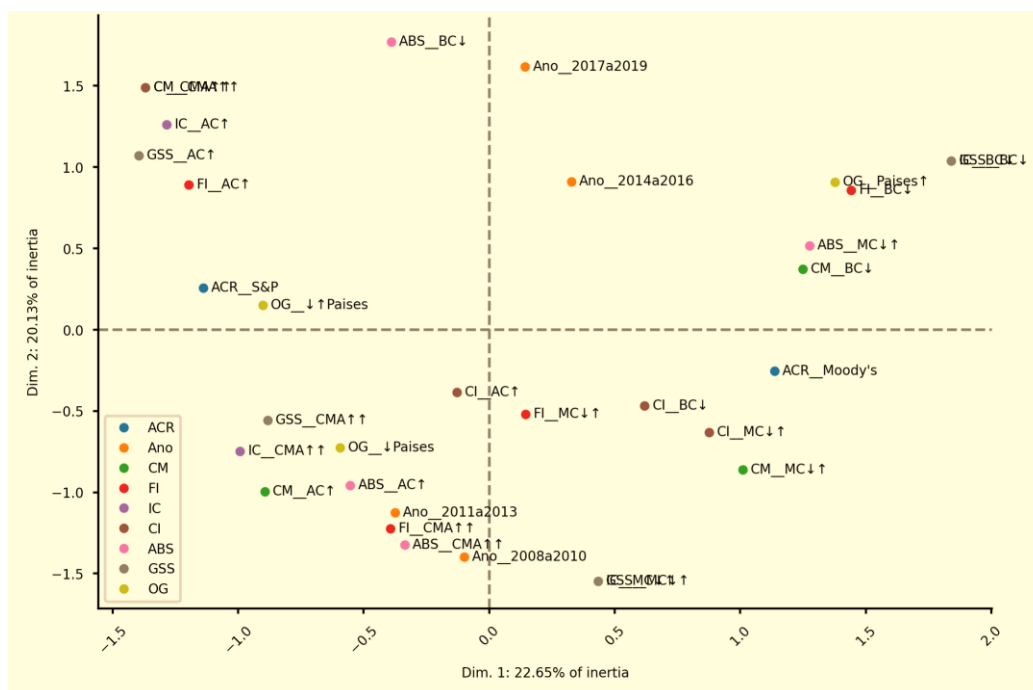
Em 2007 os Títulos Lastreados em Hipotecas Residenciais chegaram a ter volume de emissão de mais de US\$ 500 milhões e crescer ao percentual de 23% somente nos EUA (S&P, 2002). Os ratings de outros instrumentos, como Asset-backed Securities [ABS], Commercial Mortgage-backed Securities [CMBS] e Collateralized Mortgage Obligations [CMO], também permitiam que as ACRs avaliassem os riscos de crédito de quase todo este mercado. O crescimento global do mercado de Obrigações de Dívida Colateralizadas [CDOs], por exemplo, impulsionava a necessidade de melhores ferramentas para que os investidores analisassem suas transações.

Somente a emissão global deste título passou de menos de US\$ 100 Bilhões em 2000 para mais de US\$ 250 Bilhões em 2005, chegando a mais US\$ 500 Bilhões em 2006 (SIFMA, 2016; 2019).

Com criação da Credit Rating Agency Reform Act em 2006, iniciou-se o processo de quebra do monopólio das “Big Three”. Em 2007, com a regulamentação, outras Agências começaram a ser reconhecidas pela SEC como NRSROs, sendo elas: A.M. Best Rating Services, Inc, DBRS, Inc, Demotech, Inc., Egan-Jones Ratings Co., HR Ratings de México, S.A. de C.V, Japan Credit Rating Agency, Ltd e Kroll Bond Rating Agency, Inc.

A partir de 2007, todas essas ACRs que passaram a fazer parte das NRSROs começaram divulgar dados referentes ao mercado para melhor supervisão do Office of Credit Ratings [OCR]. De acordo com relatório da OCR, em 2007 quando as NRSROs começaram a reportar as classificações, as maiores ACRs (S&P, Moody’s e Fitch) representavam cerca 98,8% de todo o mercado de rating. Essas classificações incluíam instituições financeiras, companhias de seguros, empresas de emissão de títulos, ABS e títulos públicos. A maioria das classificações era de notações de crédito de títulos públicos que representavam cerca de 79,0% dos títulos (OCR, 2020).

Após 2008 houve uma crise dos produtos de títulos securitizados. A emissão de títulos Mortgage-backed securities [MBS], por exemplo, passou de US\$ 232 bilhões em 2007 para US\$ 12 bilhões em 2008 (Financial Crisis Report, 2011). Assim, o mercado de rating encabeçado por essas três agências, também reduziu drasticamente a avaliação desses títulos. O Mapa perceptual (Figura 1) mostra a cobertura das ACRs entre os anos de 2008 e 2019 considerando 5 categorias de títulos, sendo elas: Instituições Financeiras (FI), Companhias de Seguros (IC), Títulos Corporativos (CI), Asset-Backed Securities (ABS) e Títulos de governos (GSS). Além disso, considera-se a Cobertura de Mercado (CM) cuja cobertura de avaliação da S&P e Moody’s é comparada a outras ACRs e a Operação Global (OG) que identifica em quantos países as ACRs operavam.



Nota: Os dados da ACM mostram que as categorias significativas são aquelas cujo valor Ctrk $\geq 100/33 = 3,03\%$. Dim 1, lado direito: ACR_Moody's (7,19%); CM_BC↓ (4,34%); FI_BC↓ (5,77%); IC_BC↓ (9,41%); ABS_MC↓↑ (4,52%); GSS_BC↓ (9,41%); OG_Países↑ (7,03%). Dim 1, lado esquerdo: ACR_S&P (7,19%); CM_CMA↑↑ (5,20%); FI_AC↑ (3,97%); IC_AC↑ (4,57%); CI_CMA↑↑ (5,20%); GSS_AC↑ (5,40%). Dim 2, superior: Ano_2017a2019 (7,25%); CM_CMA↑↑ (6,16%); CI_CMA↑↑ (6,15%); IC_AC↑ (4,41%); GSS_AC↑ (3,17%); ABS_BC↓ (8,61%). Dim 2, inferior: IC_MC↓↑ (6,65%); GSS_MC↓↑ (6,65%); Ano_2008a2010 (5,43%); Ano_2011a2013 (3,52%); ABS_CMA↑↑ (4,87%); FI_CMA↑↑ (4,16%).

Fig. 1 Capital Comercial S&P e Moody's

Dimensão 1: O eixo de oposição entre a Moody's, situada à direita, caracterizada por uma cobertura de mercado mais baixa, e a S&P, à esquerda, que se destaca por sua cobertura mais alta do mercado.

No lado direito da Dimensão 1 há maior contribuição para categorias que representam baixa cobertura de títulos, como os Títulos de Companhias de Seguros IC_BC↓, Instituições Financeiras FI_BC↓ e Títulos de Governos GSS_BC↓ e Cobertura do Mercado CM_BC↓ de rating. A Moody's representa melhor este lado, pois se direciona mais para a direita do mapa, mas teve um leve declínio de 2017 a 2019 em relação aos anos anteriores. Os títulos de companhias de seguros, na verdade, é a categoria com os valores mais baixos em número de títulos avaliados dentre todas as outras categorias. Mas, entre 2007 e 2019 enquanto o mínimo de títulos avaliados pela S&P foi de 6.000 e máximo de 8.600, o mínimo e o máximo da Moody's variou de 2500 a 6000 com declínio acentuado entre os anos de 2017 e 2019 (média de 2600 títulos avaliados). Com o passar dos anos, a Moody's foi a ACR que mais perdeu mercado nesta categoria de avaliação.

Deste lado direito ainda há contribuição para média cobertura de ABS ABS_MC↓↑. Esses dados são mais representativos para o período de 2010 em diante quando as ACRs e, especialmente

a Moody's perde o mercado nesta categoria de avaliação. Isso acontece porque os ABS foram uma das categorias de títulos de finanças estruturadas que mais desagradaram os investidores no quesito confiança, pois eram mais complexos e exigiam requisitos mais eficientes de avaliação, algo um tanto falho por parte das ACRs. Há também uma contribuição significativa para alto número de países OG_Países↑ que a Moody's operava, chegando em 2018 a ter escritório em 42 países enquanto a S&P, nesse mesmo período, operava em 28.

Do lado esquerdo da dimensão 1 existe contribuição significativa para cobertura muito alta do Mercado de rating CM_CMA↑↑ e Títulos Corporativos CI_CMA↑↑. Esse lado caracteriza melhor a S&P devido ao crescimento linear a partir de 2012 quando a agência alcançou 45,60% do mercado de rating, até 2019 quando chegou à 50,10%. Neste mesmo período, a Moody's correspondia a 36,90% (2012) e 32,00% (2019) enquanto a Fitch e demais agências juntas correspondiam a cerca de 17,50% (2012) e 17,90% (2019). A título de conhecimento, em 2007 a S&P detinha 47% do mercado de rating, mas entre 2008 e 2011 esse percentual variou de 40% para 44%. A menor porcentagem de cobertura da S&P foi no ano de 2009 quando deteve apenas 33,71% do mercado de rating. Sobre os títulos corporativos, se comparado à Moody's, nota-se que de fato, a S&P possui maior participação de mercado em número de títulos avaliados. Entre 2000 e 2019 a S&P avaliou cerca de 57,70% dos títulos corporativos, enquanto a Moody's avaliou apenas 42,30%.

Deste lado esquerdo há significância para alta cobertura de Companhias de Seguros IC_AC↑, Instituições Financeiras FI_AC↑ e Títulos de governos GSS_AC↑. Esses valores também são significativos para a Agência S&P que se posiciona mais à esquerda do mapa. Sobre os títulos de companhias de seguros, a S&P avaliava cerca de 64,3%, enquanto a Moody's cerca de 35,70%. A S&P também avaliava cerca de 50,60% dos títulos de instituições financeiras, enquanto a Moody's avaliava cerca de 49,40% desses títulos.

Dimensão 2: O eixo de oposição entre a cobertura de mercado das ACRs no período 2017-2019 caracterizado por uma cobertura mais alta, e o período de 2008-2013 marcado pela crise e pós-crise, com cobertura variável.

O lado de superior da Dimensão 2 mostra que há contribuição significativa para o intervalo de 2017 a 2019 Ano_2017a2019 e resultados diferentes para diferentes categorias de cobertura de avaliação dos mercados de títulos. Entre 2017 e 2019, as ACRs tiveram resultados importantes representados pela cobertura muito alta do mercado de rating CM_CMA↑↑ e Títulos Corporativos CI_CMA↑↑, além de alta cobertura de títulos de Companhias de Seguros IC_AC↑ e Títulos de governo GSS_AC↑. Porém, neste período, se nota uma baixa cobertura de Asset-Backed-Securities que após a crise, houve queda no número de classificações. Em 2007, por exemplo, as duas ACRs avaliaram cerca de 307.700 títulos de ABS. Em 2017, as duas ACRs chegaram a analisar juntas,

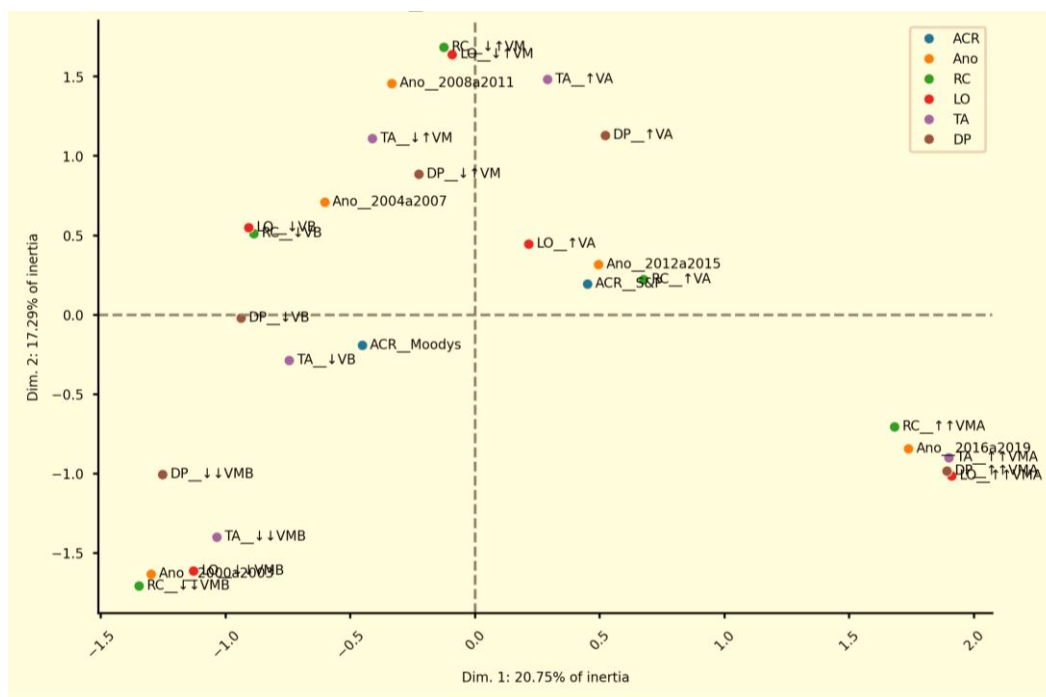
103.080 títulos nesta categoria chegando em 2019, a avaliar apenas 85.900. Neste período, a integridade dos ABS era motivo de incerteza e contribuía para o declínio de suas avaliações. Por este motivo, entre 2017 e 2019, a Moody's e S&P começam a se manter em mercados tradicionais, como títulos de governo, corporativos e instituições financeiras.

Do lado inferior da Dimensão 2 existe contribuição significativa para o intervalo que abrange os anos 2008 a 2010 e 2011 a 2013 e cobertura diferente para diferentes tipos de títulos, especialmente a relação entre baixa e média cobertura. Entre 2008 e 2010 foi um período atípico para as duas agências, pois ambas tiveram oscilações significativas em todas as categorias de títulos. Mas há contribuição significativa para cobertura média de títulos de companhias de seguros IC_MC↓↑ e títulos de governo GSS_MC↓↑. Enquanto a S&P avaliava de 6600 a 8200 títulos de companhias de seguros, a Moody's avaliava de 6200 a 4500 títulos. Já os títulos de governos avaliados pela S&P variaram de 976.000 a 965.900, enquanto a Moody's de 880.880 para 841.235. Mais próximo de 2011 a 2013 há contribuição significativa para alta cobertura de rating de instituições financeiras FI_CMA↑↑ e Asset-Backed Securities ABS_CMA↑↑. Os dados mostram que nesse período ainda havia uma alta cobertura de títulos de instituições financeiras que se manteve nos anos seguintes, mas também havia avaliações significantes para os títulos ABS que começaram a ter quedas significativas a partir de 2015, acentuando-se entre 2016 e 2019. Entre 2011 e 2013, a Moody's avaliava de 56.486 a 53.383 títulos de instituições financeiras e de 93913 a 76464 de títulos ABS. Já a S&P, nesse mesmo período, avaliava de 60700 a 59000 de títulos de instituições financeiras e de 108.400 a 90.000 de títulos ABS.

Em resumo, a ACM mostra que as finanças estruturadas e a securitização influenciam o crescimento do capital comercial das ACRs nos anos 2000. Um foco de destaque deste período foi a S&P ter investido fortemente nos serviços de índices e de avaliação de ETFs. Também se nota que depois da crise, as ACRs investiram mais na avaliação de títulos tradicionais, como títulos de governo, instituições financeiras e títulos corporativos. Em comparação, nota-se que a S&P se destaca em relação a Moody's nesse capital, especialmente na Cobertura do Mercado geral e na avaliação de títulos de governo, Asset-Backed Securities e Títulos Corporativos.

6.2 O Capital econômico-financeiro das Agências de Classificação de Risco

O Mapa perceptual (Figura 2) mostra os indicadores econômico-financeiros das ACRs entre os anos 2000 e 2019 e considera 4 medidas de desempenho: Receita; Lucro Operacional; Total de ativos e Dividendos Pagos.



Nota: Os dados da ACM mostram que as categorias significativas, são aquelas cujo valor $Ctrl \geq 100/27 = 3,70\%$. Dim 1, lado direito: Ano_2016a2019 (10,07%); RC_↑↑VMA (9,43%); LO_↑↑VMA (12,18%); TA_↑↑VMA (12,03%); DP_↑↑VMA (11,93%). Dim 1, lado esquerdo: Ano_2000a2003 (5,61%); RC_↓↓VMB (6,04%); LO_↓↓VMB (4,24%); DP_↓↓VMB (5,23%). Dim 2, superior: Ano_2008a2011 (7,06%); RC_↓↑VM (9,45%); LO_↓↑VM (8,94%); TA_↓↑VM (4,10%); TA_↑VA (7,31%); DP_↑VA (4,20%). Dim 2, inferior: Ano_2000a2003 (8,90%); RC_↓↓VMB (9,73%); LO_↓↓VMB (8,69%); TA_↓↓VMB (6,54%).

Fig. 2 Econômico-financeiro S&P e Moody's

Dimensão 1: O eixo mostra a S&P, situada à direita, que se caracteriza por um forte valor econômico-financeiro entre os anos de 2016 e 2019, enquanto à esquerda, destacam-se os menores valores econômico-financeiros das ACRs entre 2000 e 2003.

Do lado direito da dimensão 1 há maior contribuição para o intervalo de 2016 a 2019 Ano_2016a2019. Esse período também é caracterizado por categorias que representam valores mais altos dos indicadores econômico-financeiro das ACRs, sendo eles: Lucro Operacional LO_↑↑VMA, Total de ativos TA_↑↑VMA, Receita RC_↑↑VMA e Dividendos Pagos DP_↑↑VMA. Embora a S&P não tenha significância deste lado da dimensão, há um destaque para ACR cujo indicadores financeiros são, sobretudo, os maiores indicadores entre as duas ACRs. Em 2019, por exemplo, a agência chegou a alcançar mais de US\$ 3 bilhões de lucro, US\$ 11 bilhões em ativos totais e pagou mais de US\$ 560 milhões em dividendos.

O lado esquerdo da dimensão 1 mostra que há mais contribuição para as categorias, cujo intervalo abrange os anos de 2000 e 2003 Ano_2000a2003, período que as começavam a expandir seus negócios e os indicadores ainda eram mais baixos. Assim, os indicadores, como Receita RC_↓↓VMB, assim como Lucro Operacional LO_↓↓VMB e Dividendos Pagos DP_↓↓VMB são mais baixos, especialmente aqueles referentes à Moody's. A receita da Moody's em 2000, por

exemplo, era de US\$ 602.300 mil e, ao final de 2003, chegou a mais de um US\$ 1,2 bilhões. Enquanto isso, em 2000, a S&P já detinha uma Receita de mais de US\$ 1,4 bilhões, chegando ao final de 2003, com uma receita de mais de US\$ 1,7 bilhões. Os ativos totais da Moody's, em 2003, era de US\$ 941 milhões, enquanto da S&P era de US\$ 873 milhões.

Dimensão 2: O eixo mostra que acima os indicadores econômico-financeiros das ACRs estão com valores médios no período de crise, enquanto à abaixo, destacam-se os menores valores econômico-financeiros das ACRs entre 2000 e 2003.

Do lado superior da Dimensão 2, o período entre 2008 e 2011 Ano_2008a2011 apresenta maior contribuição para as categorias que representam valores médios dos indicadores econômico-financeiros, como Receita RC_↓↑VM, Lucro Operacional LO_↓↑VM e Total de Ativos TA_↓↑VM. Esse período representa um estado de crise de recuperação das ACRs. A Receita da Moody's, por exemplo, que era de US\$ 2,2 bilhões em 2007 cai para 1,7 em 2008 e 2009 e, somente, em 2010 e 2011 se recupera com US\$ 2,0 e 2,2 bilhões, respectivamente. Esses valores médios do período se aproximam da receita média da ACR no começo da década. Enquanto isso, a S&P se manteve no patamar, com receita na casa dos US\$ 2,8 bilhões entre 2008 e 2011, mas um valor baixo se considerar que em 2007 ela havia chegado ao valor de US\$ 3,0 bilhões em receita. Se comparado à 2007, a queda mais significativa das ACRs foi sobre os indicadores de lucro operacional uma vez que a Moody's caiu de US\$ 1,1 bilhões para US\$ 745 milhões, enquanto a S&P caiu de US\$ 1,3 bilhões para US\$ 1,0 bilhão. Além disso, desse lado, há contribuição significativa para valores altos referente à Dividendos Pagos DP_↑VA e Total de Ativos TA_↑VA. Isso significa que embora a crise tenha afetado mais precisamente o lucro operacional, não afetou drasticamente os dividendos ou ativos totais. A Moody's, por exemplo, chegou pagar de US\$ 102,7 milhões em dividendos, enquanto a S&P pagava US\$ 287,5 milhões. Os ativos totais da Moody's também ficaram em torno de US\$ 3,0 bilhões, enquanto a S&P em torno de US\$ 6,5 bilhões.

Do lado inferior da Dimensão 2, os resultados mostram que entre os anos de 2000 e 2003 Ano_2000a2003 os indicadores econômico-financeiros eram mais baixos, assim como mostra o lado esquerdo da dimensão 1, sendo eles: Receita RC_↓↓VMB, Lucro Operacional LO_↓↓VMB, Total Ativos TA_↓↓VMB. O crescimento das finanças estruturadas neste período ajudou as ACRs a aumentarem seus indicadores ano após ano. Embora tenha sido um período de crescimento, mostra valores mais baixos dos indicadores financeiros em geral (2000-2019) que ao longo dos anos ficaram mais robustos à medida que incrementa novas inovações financeiras e avaliam outros tipos de produtos.

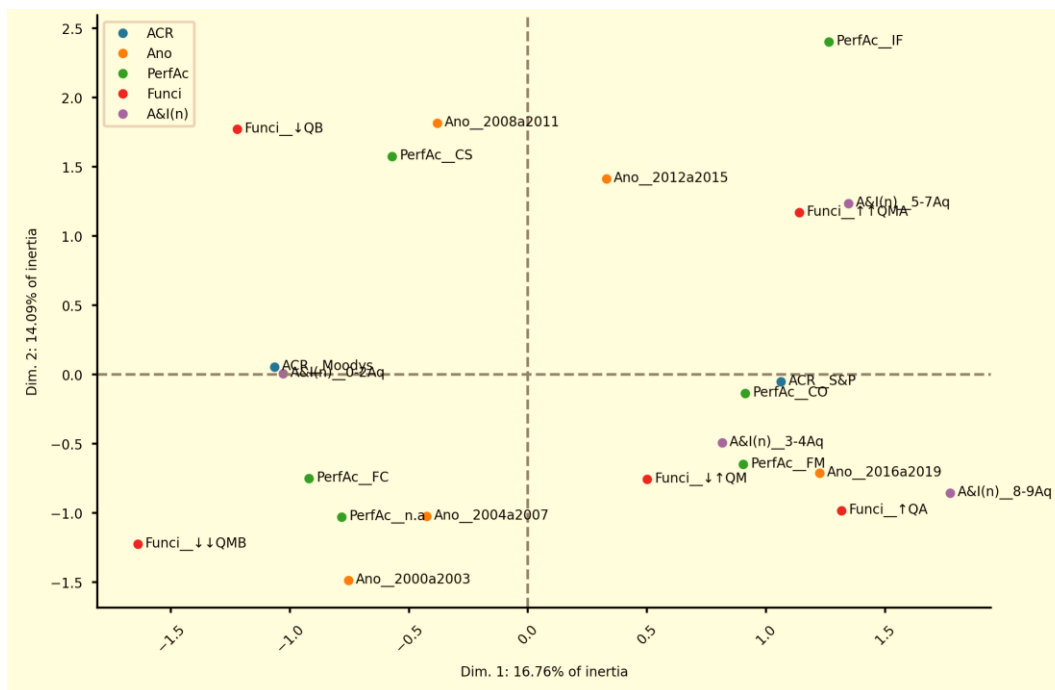
Em suma, os resultados mostram que os indicadores das ACRs não pararam de crescer, mesmo após um certo declínio diante da crise do Subprime em 2008. Os dois eixos buscaram

comparar os indicadores no início do crescimento das finanças estruturadas, o período de crise e período mais recente de pós-crise. Também se nota que nesse capital a Agência S&P se destaca por possuir mais capital econômico-financeiro, comparado à Moody's.

6.3 O Capital organizacional e social das Agências de Classificação de Risco

Na década de 2000 as ACRs iniciaram um processo notável de crescimento organizacional, estabeleceram filiais e investiram em aquisições de tecnologias e pequenas empresas de avaliação na Europa, Ásia e América do Sul. Essas alternativas estratégicas buscavam aumentar a abrangência comercial do campo no mercado mundial, além de aprimorar competência tecnológica e aumentar o portfólio de produtos e serviços.

O capital social das ACRs passou por mudanças, como transformações significativas do perfil dos investidores majoritários, levando a uma considerável diversificação da estrutura de propriedade. Além disso, observou-se uma linha crescente de funcionários trabalhando para as empresas ao longo dos anos. O Mapa perceptual da Figura 3 mostra o crescimento do capital social e organizacional das ACRs entre os anos 2000 e 2019.



Nota: Os dados da ACM mostram que as categorias mais significativas para análise, são aquelas cujo valor $\text{Ctrk} \geq 100/22 = 4,54\%$. Dim 1, lado direito: ACR_S&P (11,31%); Ano_2016a2019 (6,01%); PerfAc_FM (4,50%); Funci_↑QA (6,08%); Funci_↑↑QMA (5,20%); A&I(n)_5-7Aq (5,44%); A&I(n)_8-9Aq (4,72%). Dim 1, lado esquerdo: ACR_Moodys (11,31%); Funci_↓↓QMB (10,73%); Funci_↓QB (5,90%); A&I(n)_0-2Aq (11,09%). Dim 2, superior: Ano_2008a2011 (13,15%); Ano_2012a2015 (7,97%); PerfAc_CS (12,36%); PerfAc_IF (5,76%); Funci_↓QB (12,53%); Funci_↑↑QMA (5,40%); A&I(n)_5-7Aq (4,56%). Dim 2, inferior: Ano_2000a2003 (8,84%); PerfAc_n.a (5,83%); Funci_↓↓QMB (6,00%).

Fig. 3 Capital Organizacional e Social S&P e Moody's

Dimensão 1: O eixo de oposição entre a S&P, situada à direita, caracterizada por um forte capital organizacional e social, e a Moody's, à esquerda, que se destaca pelo capital organizacional e social mais fraco.

Do lado direito da dimensão 1 a S&P apresenta maior contribuição entre as ACRs. Desse lado, o período de 2016 a 2019 Ano_2016a2019 também representa melhor a Agência, além do Perfil de Acionistas majoritários serem melhor representados por Fundo Mútuo ou de pensão e fiduciário PerfAc_FM. Especificamente, entre 2017 e 2019, a S&P tinha como acionistas majoritários a BlackRock Inc., e Vanguard Group Inc. Em 2017, por exemplo, a BlackRock Inc detinha 5,86% de participação das ações da empresa, enquanto Vanguard Group Inc detinha 7,93% e 8,47% em 2018 e 2019, respectivamente. Durante a crise financeira (2008-2009) esse grupo de investidores não eram predominantes como majoritários das ACRs. Na verdade, após a crise financeira e, mais precisamente só depois de 2011 que esses grupos passaram a investir novamente nas ACRs. As categorias que representam alta Funci_↑QA ou muito quantidade de funcionários Funci_↑↑QMA também se fazem presente desse lado do mapa. Isso porque se considerar um aumento exponencial do período, ao final de 2019, a S&P chegou a ter cerca de 22500 funcionários

em todo o mundo. Outro destaque deste lado é sobre o número de Aquisições e Investimentos A&I(n)_8-9Aq que varia de 8 a 9. Esses números representam melhor o período de 2018 a 2019, quando a empresa adquiriu 8 e 9 empresas. Há destaque também sobre o número de Aquisições e Investimentos 5 a 7 A&I(n)_5-7Aq que varia de 5 a 7 aquisições e investimentos. Este período representa melhor o período de 2014 a 2016 da S&P que adquiriu empresas importantes, como BRC Investor Services S.A e SNL Financial LC.

Do lado esquerdo da dimensão 1 a Moody's apresenta maior contribuição. Além disso, a quantidade muito baixa Funci_↓↓QMB ou baixa de funcionários Funci_↓QB tem contribuições significativas deste lado do mapa. De fato, a Moody's é a ACR com menor capital social se considerar a quantidade de funcionários. Esse número varia de 1500 em 2000 para 11000 funcionários em 2019, tendo como pico, o ano 2013 quando chegou a ter 13000 funcionários. Outra categoria de destaque é a quantidade de Aquisições e investimentos A&I(n)_0-2Aq que varia de 0 a 2. Na verdade, em boa parte do período entre 2000 e 2019 a Moody's apresenta esse número de Aquisições e investimentos. Embora tenha realizado menos investimentos que a S&P, alguns têm destaque pelo valor e relevância, como a Economy.com (2005), Wall Street Analytics, Inc (2006), Enb Consulting Limited (2008), Amba Investment Services (2013), ICR Chile (2018) e Twenty Seven, Inc (2019).

Dimensão 2: Do lado superior, o eixo mostra a fragilidade do capital organizacional e social das ACRs na crise e pós-crise, em oposição ao período de 2000 a 2003 marcado pelo início do crescimento deste mesmo capital.

Do lado de superior da Dimensão 2 há mais contribuição para período de 2008 a 2011 Ano_2008a2011 e 2012 a 2015 Ano_2012a2015. Neste período de crise e pós-crise há contribuição significativa para o perfil de acionistas majoritários ser de Companhias de Seguros PerfAc_CS, investidores Individuais ou Familiar PerfAc_IF. Entre 2008 e 2015, o perfil dos acionistas majoritários foi assegurado por Companhias de seguros, como Ontario Teachers Pension Plan e Berkshire Hathaway Inc, sendo este último, especialmente investindo na Moody's com cerca de 19,48% das ações em 2008 e 25,10% em 2012. Na S&P, perfil de investidor individual, como próprio Harold Mcgraw III investia na empresa, especialmente em 2009 (1,8%) e 2012 (2,74%). Além disso, há destaque para número de Aquisições e investimentos A&I(n)_5-7Aq das ACRs que varia de 5 a 7. Na Moody's, por exemplo, essas aquisições são mais representativas no ano de 2014, quando a ACR adquiriu a Lewtan Technologies, Copal Amba e maioria na ICRA, Ltd. Desse lado, também há destaque para quantidade muito alta de funcionários Funci_↑↑QMA das ACRs, mais representativo pelo período 2012 a 2015 e pela S&P e quantidade baixa de funcionários Funci_↓QB que é mais representativa ao período de 2008 a 2011 e Moody's.

No lado inferior da Dimensão 2 é melhor representado pelo período de 2000 a 2003 Ano_2000a2003 e quantidade muito baixa de funcionários Funci_↓↓QMB. Isso acontece porque esse período é melhor representado pela Moody's, pois a ACR tinha 1500 funcionários em 2000 e chegou a ter 2300 em 2003. Este lado do mapa também mostra que não houve dados significativos para Perfil de Acionistas Majoritários (PerfAc_n.a). Isso significa que essas informações não existem ou foram encontradas.

Em resumo, os resultados da ACM mostram que as ACRs investiram na aquisição de pequenas empresas de avaliação na Europa, Ásia e América do Sul para expandir a cobertura de produtos e serviços. No período de crise, as ACRs não agradam os fundos mútuos ou de pensão como perfil de acionistas majoritários, sendo investidores Individuais ou Familiar mais confiantes para investir nestas Agências. Em comparação, nota-se que a S&P se destaca em relação a Moody's nesse capital, especialmente sobre número de funcionários e aquisições e investimentos.

6.4 O Capital tecnológico das Agências de Classificação de Risco

A Figura 4 mostra o mapa perceptual do capital tecnológico das ACRs entre os anos 2000 e 2019. Como se trata de agências provedoras de análise e informações financeiras, tecnologias voltadas para este fim são aquelas que melhor categorizam esse capital das ACRs.



Nota: Os dados da ACM mostram que as categorias significativas, são aquelas cujo valor $Ctrk \geq 100/16 = 6,25\%$. Dim 1, lado direito: ACR_S&P (10,81%); Ano_2017a2019 (16,65%); Tecn_SDA (10,62%); Tecn_TA (10,49%). Dim 1, lado esquerdo: ACR_Moody's (12,41%); Ano_2000a2003 (7,24%); Tecn_FT (9,98%). Dim 2, superior: Ano_2017a2019 (24,53%); Tecn_IA (10,24%); Tecn_TA (17,22%); Tecn_WS (6,16%). Dim 2, inferior: Ano_2012a2016 (19,24%); Tecn_SDA (9,06%).

Fig. 4 Capital tecnológico S&P e Moody's

Dimensão 1: O eixo de oposição entre a S&P, situada à direita, que se caracteriza por uma vasta aquisição de tecnologias alternativas no período de 2017-2019, e a Moody's, à esquerda, que se destaca por sua vasta aquisição de ferramentas de avaliação de títulos entre 2000-2003.

Do lado direito da dimensão 1, a S&P apresenta maior contribuição, além do período entre 2017 e 2019 Ano_2017a2019. Este lado também é representado por tecnologias de Sistemas de dados Analíticos Tecn_SDA e Tecnologias Alternativas Tecn_TA que englobam Fintechs, BigData, Machine Learning, etc. Essa última categoria de tecnologia se distancia das demais, porque é um tipo de tecnologia que emerge com mais força neste período, isto é, entre 2018 e 2019. Neste período, algumas das tecnologias mais importantes da S&P aconteceu em 2018 com investimentos na Kensho e Algomi, dois tipos de tecnologia de Inteligência Artificial. Além disso, a ACR investiu na FiscalNote e Panjiva, duas ferramentas que usam Linguagem Natural e Machine Learning, e na Pragmatix, uma big data analytics. Os Sistemas de dados Analíticos, como 451 Research, LLC, RateWatch, Crunchbase, Ursa, Xpansiv e Measurabl foram outras importantes tecnologias da S&P para aprimorar seus produtos e serviços. Neste período, a Moody's adotou tecnologias alternativas significativas, tendo como prioridade, aquisição de softwares, como ABS Suite e Sistema Web, como Team8 Partners II e Vigeo Eiris. A primeira e única IA até o momento, era a QuantCube Technology IA colocada em operação em 2018.

Do lado esquerdo da dimensão 1, a Moody's apresenta maior contribuição, sendo mais representativo pelo período de 2000 a 2003 Ano_2000a2003 com investimento em ferramentas financeiras Tecn_FT, como funcionalidades, instrumentos e metodologias. A Moody's buscava atender o mercado de finanças estruturadas por meio dessas ferramentas, baseadas em modelos matemáticos quantitativos. Ao todo, a Moody's chegou a lançar 8 ferramentas, sendo as mais importantes o Commercial Mortgage Metrics (CMM) (2003), o Moody's CDO Analytics (2003) e o Moody's Mortgage Metrics (2003). Neste período, a S&P de fato, não investia tanto em ferramentas de análises, mas sim, em Plataforma de dados, como Levels data & Model (2000) e Secured Bank Loan Recovery Rating (2003). Neste período, o foco da S&P era desenvolvimento dos serviços de Índices e ETFs e chegou a lançar uma ferramenta chamada de iShares Select Dividend ETF, em 2003, para acompanhar os resultados de investimento de um índice composto por ações americanas.

Dimensão 2: Do lado superior, o eixo mostra as tecnologias alternativas da ACRs no período 2017–2019 e do lado inferior, o período de 2012-2016, que é marcado pela necessidade de sistemas analíticos mais robustos após a crise.

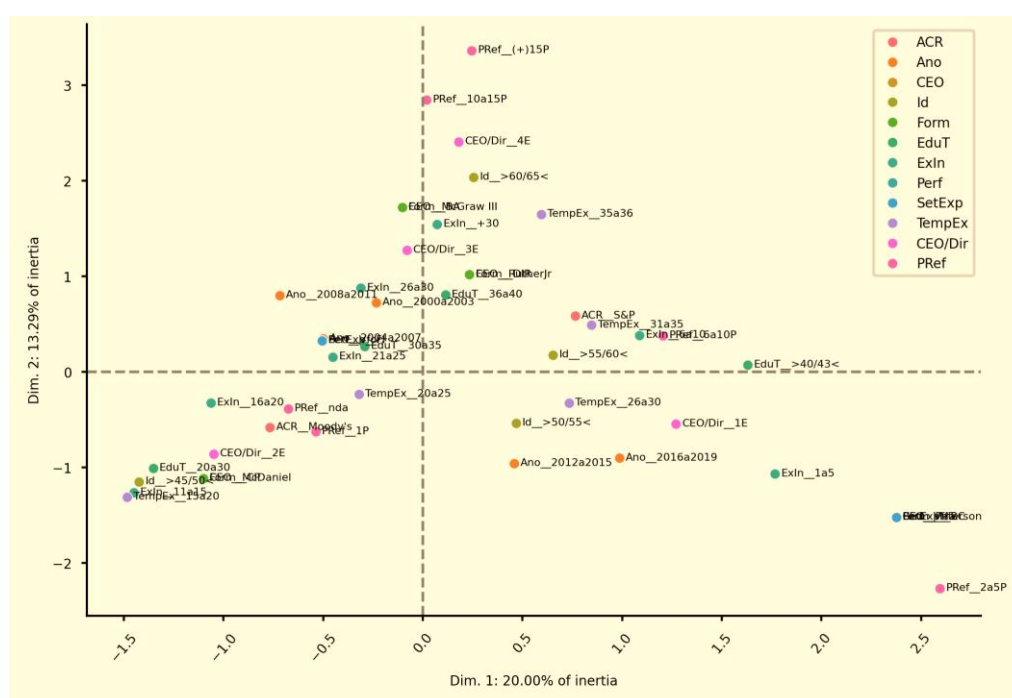
O lado superior da Dimensão 2 mostra que há maior contribuição para o período de 2017 a 2019 Ano_2017a2019 com tecnologias significativas para IA Tecn_IA, Tecnologias Alternativas Tecn_TA e Sistemas Web Tecn_WS, como já discutido anteriormente. Do lado inferior da Dimensão 2, o período de 2012 a 2016 Ano_2012a2016 tem maior contribuição no mapa perceptual. Além disso, o período é mais caracterizado por Sistemas de Dados Analíticos Tecn_SDA, um tipo de tecnologia que no período era mais prioridade da S&P. A ACR implementou 13 sistemas, nos quais incluem QuantHouse (2012), R² Financial Technologies, S&P capital IQ Desktop & Enterprise solutions (2014), S&P capital iQ Markets intelligence, RigData (2016), etc. E a Moody's apenas 3 sistemas, sendo eles Residential mortgage backed securities (RMBS) data (2015), Analytics assets of BlackBox Logic (2014), Data and Analytics (RD&A) (2014). A relevância desse tipo de sistema no mapa perceptual se deve às implementações que as ACRs fizeram no período entre 2012 e 2013, quando implementam 10 dessas tecnologias. É importante lembrar que em 2015, a S&P e a Moody's se uniram a uma iniciativa para considerar fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) em suas classificações. Assim, iniciaram o processo de criação de ferramentas de avaliação de risco com foco em ESG.

Os resultados da ACM mostram que as ACRs aumentam *expertise* em conhecimento técnico por meio de tecnologia financeira como sistemas, ferramentas, instrumentos e metodologias para o mercado. Em diferentes períodos, há diferentes focos de inovações financeiras como ferramentas

e sistemas no início dos anos 2000 para atender o crescimento de finanças estruturadas e tecnologias alternativas e IA para os últimos períodos de análise.

6.5 O Capital cultural das Agências de Classificação de Risco

A Figura 5 mostra o mapa perceptual no nível micro de análise, isto é, o capital cultural das ACRs entre os anos 2000 e 2019. Ao todo, foram considerados 9 propriedades que caracterizam o perfil dos CEO das ACRs.



Nota: Os dados da ACM mostram que as categorias significativas, são aquelas cujo valor $Ctrk \geq 100/49 = 2,04\%$. Dim 1, lado direito: ACR_S&P (2,44%); CEO_Peterson (8,24%); Form_MT (8,25%); EduT_>40/43< (5,54%); Perf_Vfra(8,24%); ExIn_1a5 (4,55%); SetExp_BC (8,25%); CEO/Dir_1E (4,37%); PRef_6a10P (3,33%). Dim 1, lado esquerdo: ACR_Moody's (2,44%); CEO_McDaniel (3,78%); Id_>45/50< (3,85%); Form_CP (3,78%); EduT_20a30 (4,18%); TempEx_15a20 (4,12%); ExIn_11a15 (2,18%); CEO/Dir_2E (3,89%). Dim 2, superior: CEO_McGrawIII (8,00%); Form_BA (8,00%); ExIn_+30(2,47%); Id_>60/65< (6,89%); PRef_(+)15P (2,35%); TempEx_35a36 (3,98%); CEO/Dir_4E (9,63%); PRef_10a15P (3,37%). Dim 2, inferior: CEO_Peterson (3,89%); CEO_McDaniel (3,90%); SetExp_BC (3,38%); CEO/Dir_2E (2,63%).

Fig. 5 Capital Cultural S&P e Moody's

Dimensão 1: O eixo de oposição entre a S&P, situada à direita, que se caracteriza pela ampla experiência de mercado de Douglas L. Peterson e a Moody's, à esquerda, que se destaca pela extensa experiência interna de Raymond McDaniel na própria agência.

Do lado direito da dimensão 1 a Agência S&P é representada por Douglas L. Peterson [CEO_Peterson]. Deste lado, também há contribuição significativa da categoria de formação em Matemática Form_MT que se refere à Peterson formado pela universidade de Claremont McKenna

College, uma das 8 melhores Faculdades Nacionais de Artes Liberais dos EUA segundo ranking da US.News (2024). Deste lado do mapa, o tempo de formação acima de 40 anos $EduT_{>40/43}$ também tem significância e se encaixa ao perfil do CEO. Quando assumiu o posto na S&P, em 2013, Peterson tinha 2 anos de experiência interna $ExIn_{1a5}$ na empresa, atuando no quadro de diretores como presidente de negócios de classificação de crédito. A característica de vendedor $Fraco Perf_{Vfra}$ também é uma categoria relevante deste lado, identificando o CEO com forte perfil para aquisições e investimentos. Entre 2013 e 2019 enquanto CEO da S&P, Peterson realizou desinvestimento de US\$ 1,7 bilhões, sendo valor mais representativo em 2016 quando realizou desinvestimento de US\$ 1,5 bilhões com a venda da Credit Market Analysis, da Equity and Fund Research e da Standard & Poor's Securities Evaluations, Inc. Ao contrário, o valor acumulado em investimentos neste período foi de US\$ 3,5 bilhões, sendo o valor mais representativo em 2015, quando por US\$ 2,4 bilhões, ele adquiriu a SNL Financial LC, a Petromedia Ltd, a Minerals Value Service GmbH (75%) e NADA Used Car Guide. Outras categorias com maior contribuição mostram que antes de atuar na S&P, Peterson tinha trabalhado no setor bancário $SetExp_{BC}$, com mais de 25 anos de experiência. Durante período na S&P, foi CEO e, ao mesmo tempo, diretor, de apenas de 1 empresa CEO/Dir_{1E} , mas com número elevado de posições de referência no mercado $PRef_{6a10P}$, chegando a ocupar 9 posições em 2019 dentre as quais incluem Conselheiro do quadro do Federal Deposit Insurance Corporation's Systemic Resolution Advisory Committee, Conselheiro do US-China Business Council, Partnership for New York City, Kravis Leadership Institute, Trustees of Claremont McKenna College e Paul Taylor Dance Company.

Do lado esquerdo da dimensão 1, a Agência Moody's se destaca com o Raymond McDaniel [r CEO_McDaniel] que em 2005 assumiu a posição com apenas 46 anos $Id_{>45/50}$. McDaniel é formado em Ciência Política $Form_{CP}$ pela Colgate University, uma das 30 melhores Faculdades Nacionais de Artes Liberais dos EUA (U.SNews, 2024). Quando assumiu a posição na ACR, já tinha mais de 23 anos de formado $EduT_{20a30}$. McDaniel assumiu o posto em 2005, mas já tinha 17 anos de atuação no setor financeiro $TempEx_{15a20}$, onde atuou na própria Dun & Bradstreet Corp (antes dividir-se em Moody's Coportation e New D&B Corporation), atuando como diretor administrativo e associado, além de estar também na própria Moody's desde esse período, atuando em vários cargos, como presidente e diretor não-executivo e conselheiro. Dessa forma, a experiência interna $ExIn_{11a15}$ de McDaniel foi de mais de 15 anos na agência, sendo um destaque para o CEO. No período em que permaneceu na empresa, McDaniel chegou acumular o cargo de CEO e Diretor em duas empresas CEO/Dir_{2E} , sendo ela CEO e diretor na própria Moody's e diretor na John Wiley & Sons Inc. Embora um cargo muito alto de experiência, McDaniel chegou

a assumir apenas 1 posição de referência no mercado entre 2015 e 2019, sendo este como membro do Board of Trustees of Muhlenberg College.

Dimensão 2: O eixo de oposição entre a S&P, situada à direita, que se caracteriza pela ampla experiência no mercado financeiro e diretorias de Harold W McGrawIII e à experiência dos CEOs Douglas L. Peterson da própria S&P e Raymond McDaniel da Moody's.

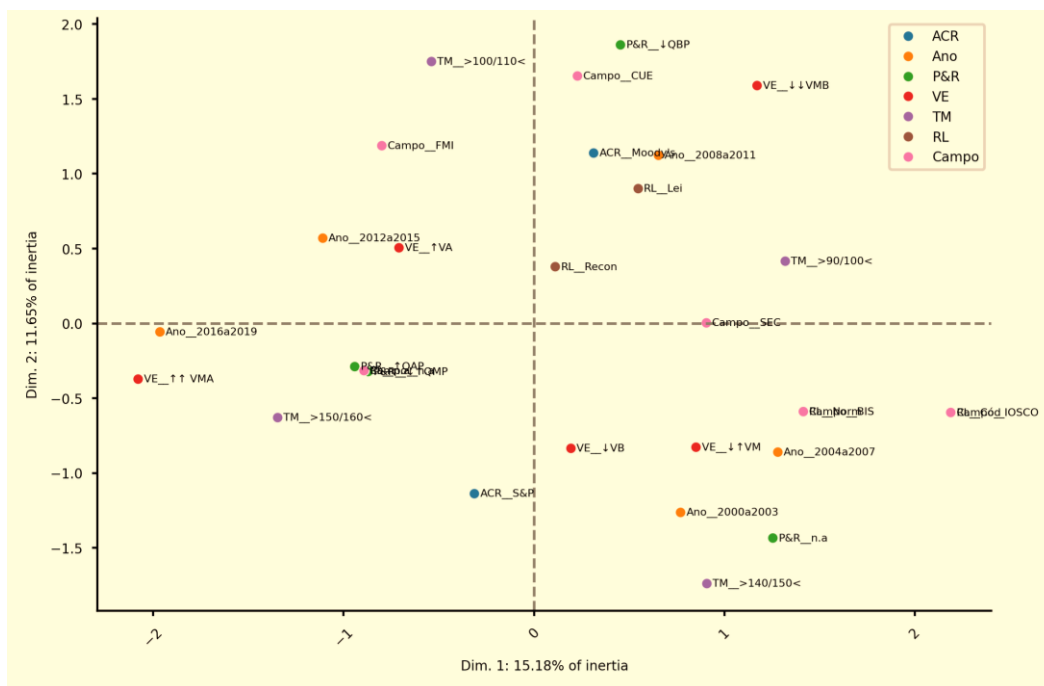
Do lado de superior da Dimensão 2 se destaca o CEO Harold W McGrawIII CEO_McGrawIII da agência S&P. McGraw III assumiu a posição de CEO na agência em 2000 com 52 anos Id_>60/65<. Com Bacharelado em Artes Form_BA, McGraw III se destaca por alcançar mais de 30 anos de experiência interna ExIn_+30 na empresa, ao final de 2019. Desde 1998 esteve alternando cargos de presidente e diretor-executivo da corporação. Quando assumiu o cargo na empresa, em 2000, já tinha 24 anos de experiência no setor financeiro. Na década de 1980, por exemplo, já tinha ocupado cargos financeiros na GTE Corporation e chegou acumular, ao final do cargo na S&P, mais de 35 anos de experiência TempEx_35a36. Entre 2005 e 2012 McGraw III chegou a ocupar o cargo de CEO da S&P e Diretor de 4 empresas CEO/Dir_4E ao mesmo tempo, sendo elas a própria S&P, a RTX Corp, a Oil & Gas Refining & Marketing e a Oil & Gas &E&P. Além disso, chegou ocupar entre 10 e mais de 15 posições de referência PRef_(+)15P), sendo elas, presidente do Emergency Committee for American Trade (ECAT) e membro do The White House convened US-India CEO Forum, Membro do The U.S. Trade Representative's Advisory Committee Trade, Policy and Negotiations (ACTPN), The Business Council e membro do Boards of the National Organization.

O lado inferior da Dimensão 2, assim como o lado direito e esquerdo da dimensão 1, é mais representativo pelo Douglas L. Peterson CEO_Peterson da S&P e Raymond McDaniel, Jr CEO_McDaniel da Moodys. Além das categorias já avaliadas anteriormente, antes de assumir o cargo, Douglas L. Peterson tinha vasta experiência no setor bancário SetExp_BC. Antes de 2013, Peterson já havia trabalhado como Membro do Conselho da Nikko Cordial Corp (antes de 2004), presidente do Citigroup Global (2004-desconhecido), Citibank (2004-2007), Nikko Citi Holdings (2008-2010), Citigroup Japan (2009-2010), acumulando 28 anos de carreira, antes de assumir a posição de CEO na S&P Global Inc. Já McDaniel, entre 2005 e 2019, chegou a ocupar o cargo de CEO e diretor de 2 empresas ao mesmo tempo, CEO/Dir_2E, sendo elas a própria Moodys e John Wiley & Sons Inc.

A ACM mostra que no nível micro, o capital cultural das ACRs é caracterizado por ampla experiência e pouco por titulações acadêmicas dos CEOs. Os CEOs Douglas L. Peterson e Harold McGrawIII da Agência S&P e Raymond McDaniel da Moodys são destaques de vasta experiência no mercado.

6.6 O Capital simbólico das Agências de Classificação de Risco

A Figura 6 mostra o mapa perceptual do capital simbólico das ACRs entre os anos 2000 e 2019. Para esta análise foram consideradas 6 variáveis e 31 categorias.



Nota: Os dados da ACM mostram que as categorias significativas, são aquelas cujo valor $Ctrl \geq 100/31 = 3,22\%$. Dim 1, lado direito: Ano_2004a2007 (4,88%); P&R_n.a (5,62%); VE_↓↓VMB (4,08%); TM_>90/100< (5,70%); RL_Cód (5,70%); Campo_IOSCO (5,70%). Dim 1, lado esquerdo: Ano_2012a2015 (3,66%); Ano_2016a2019 (9,19%); P&R_↑QAP (3,43%); VE_↑↑VMA (10,29%); TM_>150/160< (7,01%); RL_n.a (5,69%); Campo_n.a (5,69%). Dim 2, superior: ACR_Moody's (9,25%); Ano_2008a2011 (4,50%); P&R_↓QBP (13,40%); VE_↓↓VMB (7,51%); TM_>100/110< (11,85%); Campo_CUE (4,88%). Dim 2, inferior: ACR_S&P (9,25%); Ano_2000a2003 (3,80%); P&R_n.a (7,35%); TM_>140/150< (9,90%).

Figura 6. Capital Simbólico S&P e Moody's

Dimensão 1: O eixo de oposição entre o período de 2004-2007, situado à direita, que se caracteriza pela crise de legitimidade, valor de mercado e acordos com outros campos e o período de 2012-2019, à esquerda, que se destaca pelo reposicionamento das ACRs, valorização no mercado, aumento do tempo de atuação e novos acordos.

Do lado direito da dimensão 1 se destaca o período de 2004 a 2007 [2004a2007]. Neste período as ACRs tinham valor médio de mercado VE_↓↓VMB e as informações sobre prêmios e reconhecimentos não foram encontradas (P&R_n.a). De fato, entre 2004 e 2007, as ACRs tinham um valor de mercado melhor do que entre os anos 2000 e 2003 e mais baixo do que o valor de mercado que alcançaram após a crise de 2008. Entre 2004 e 2007, o valor de mercado da Moody's, por exemplo, variou de US\$ 14 bilhões à US\$ 9 bilhões, tendo pico de US\$ 19 Bilhões em 2006. Enquanto isso, a S&P virou de US\$14 bilhões a 15 bilhões, tendo pico nesse intervalo de US\$ 22,2

Bilhões em 2006. Desse lado também se destaca o tempo de mercado entre 90 e 100 anos $TM_{>90/100<}$ e está relacionado à Moody's. Neste lado também há contribuição significativa para um tipo de relação entre campo, criada através do código de conduta $RL_Cód$ da IOSCO [Código de Conduta da Organização das Comissões de Valores Mobiliários] $Campo_IOSCO$. Criado em 2005, o novo código definia as diretrizes sobre funcionamento das ACRs no mercado e a opção de aderir a um novo código de conduta foi unânime entre as ACRs. Em 2005, a Moody's já previa de um código de conduta, mas em 2007 atualizou com prerrogativa mais engajada aos requisitos da IOSCO, uma ação motivada pela crise que movimentava o mercado. Em 2006, em resposta à mesma previsibilidade de crise, a S&P publicava o seu código com novas práticas e enfatiza a independência de seus analistas.

Do lado esquerdo da dimensão 1, o período entre 2012 e 2015 $Ano_2012a2015$ e 2016 e 2019 $Ano_2016a2019$ se destacam deste lado do mapa. Quando mais para esquerda estão as categorias, mais significativas para estes períodos, como Alta quantidade de Prêmios e Reconhecimentos $P\&R_{\uparrow}QAP$, Valor de mercado muito alto $VE_{\uparrow\uparrow}VMA$ e tempo muito logo das ACRs no mercado $TM_{>150/160<}$ que varia entre 150 e 160. Especialmente entre o período entre 2016 e 2019 a quantidade alta de prêmios e reconhecimentos são relacionados à S&P que chegou a ganhar 52 prêmios e reconhecimentos, enquanto a Moody's chegou a ganhar 21. Esse tempo de mercado é também mais prestativo à ACR S&P que se posiciona mais à esquerda da dimensão e que, ao final de 2019, havia completado 159 anos de mercado. A história da S&P começa em 1860 quando Henry Varnum Poor publicou o "History of Railroads and Canals in the United States" com avaliação de empresas ferroviárias e canais dos EUA e, logo em seguida, em 1868, o famoso "Poor's Manual of Railroad". Desde então, a ACR passou a ser uma grande autoridade financeira e promover insights e progressos nas finanças mantendo relação com outros campos de poder do mercado. Deste lado também há contribuições significativas para $RL_n.a$ e $Campo_n.a$, o que mostra que as ACR não tiveram nenhum tipo de relação significativa com outros campos entre 2016 e 2019.

Dimensão 2: Acima, o eixo mostra a forte regulação sobre as ACRs no mercado Europeu e a Moody's que se caracteriza por um acúmulo de capital simbólico mais baixo durante a crise, em oposição a S&P no período de 2000 a 2003, que já tinha mais de 140 anos de mercado.

Do lado de superior da Dimensão 2 a Moody's se destaca com maior nível de contribuição para o período entre 2008 e 2011 $Ano_2008a2011$. Neste período, a ACR também é caracterizada pelo valor baixo de mercado $VE_{\downarrow\downarrow}VMB$, assim como baixa quantidade de prêmios e reconhecimentos $P\&R_{\downarrow}QBP$. De fato, o valor de mercado foi um dos menores da ACR, chegando a variar entre 6 e 7 bilhões neste período, valor expressamente oposto ao valor de 19

bilhões alcançado em 2006 no ápice das finanças estruturadas. A baixa quantidade de prêmios e reconhecimentos P&R_↓QBP também é mais significativa para a Moody's que chegou a cerca de 11 prêmios, um número baixo comparado ao período de 2012 e 2015 quando ganhou cerca de 41 prêmios. O tempo de mercado de 100 a 110 anos $TM_{>100/110<}$ também tem contribuição significativa deste lado. A história da Moody's começa quando John A. Moody lança o "Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities" em 1900 e, mais precisamente em 1909, quando a Moody's publicou *Analysis of Railroad Investments* fazendo com que o mercado de títulos ferroviários crescesse substancialmente (Cantor & Packer, 1995). Esta publicação introduziu um sistema de classificação baseado em relatórios mercantis para avaliar títulos (Poon, 2012). A fundação da Moody's foi imprescindível para a estruturação da indústria de rating nos EUA, pois antes de 1909 não havia ACRs (Sylla, 2002) e o mercado observava a emergência de um campo que até então não existia. Moody's começou a classificar o Estado Americano e títulos do governo local em 1919, uma década após o início das classificações para os títulos de corporações ferroviárias.

Deste lado também há contribuição para relação com o campo Conselho da União Europeia Campo_CUE. Por este campo, as relações são estabelecidas por meio de leis lançadas em 2009 com o Regulamento (CE) N° 1060/2009 que previa requisitos para atuação das ACRs na Europa; em 2010 com Regulamento (UE) N° 1094/2010 que criava o Comitê Europeu de Supervisores de Seguros e Fundos de Pensões (EIOPA) que estabelecia requisitos para as atividades em que as ACRs estavam inseridas; em 2011 com o Regulamento (UE) N°513/2011 que atribui a ESMA (Autoridade Europeia de Valores e Mercados) a supervisão direta das ACRs; e em 2013 com Regulamento (UE) N° 462/2013) que exigia para as ACRs que atuavam na Europa, tivessem que aumentar transparência e responsabilidade de avaliação.

Do lado inferior da Dimensão 2 se destaca a S&P e o período entre 2000 e 2003 Ano_2000a2003. O tempo de mercado entre 140 e 150 $TM_{>140/150<}$ que engloba todo período de 2000 a 2010, refere-se à S&P que em 2000 já tinha 140 anos de mercado, uma história que começa no final do século XIX. Neste período, no entanto, não há dados ou informações consistentes para o número de prêmios e reconhecimentos das ACRs P&R_n.a.

Em suma, a ACM mostra que o tempo de mercado e relação com outros campos são propriedades pertinentes à distinção do capital simbólico das ACRs, que lhes garantem capacidade de se reestruturar e reforçar o significado do seu trabalho para o mercado.

7. ANÁLISES E DISCUSSÕES

O estudo mobilizou a teoria de campos para analisar a trajetória e o acúmulo de capital pelos atores do campo das Agências de Classificação de Riscos. Ao descrever e comparar os capitais das Agências de Classificação de Riscos Moody's e S&P, notamos que algumas propriedades pertinentes são capazes de destacar mais os capitais do que outras, o que revela um tipo de divisão e hierarquização. Trata-se de um resultado da análise relacional de capitais que só é possível tendo em vista a relação com outros capitais (Bourdieu, 1996). A análise da estrutura de capitais das ACRs mostrou que há um processo evolutivo, caracterizado pelo crescimento dessas propriedades, como expansão dos negócios para outros países e cobertura de mercado no capital comercial; crescimento de receita e ativos totais no capital econômico-financeiro; aquisição de sistemas de dados analíticos e tecnologias alternativas no capital tecnológico; posições de referência no mercado e tempo de experiência em outros setores no capital cultural; tempo de mercado e relação com outros campos de poder no capital simbólico. A reprodução dessa estrutura mostra que, no sentido de Fligstein e McAdam (2012), o campo das ACRs também é visto como em um processo de constante inovação. Além disso, a estrutura de distribuição dos diferentes tipos de capitais em determinados momentos, representa o mundo social no campo em que as ACRs estão inseridas (Bourdieu, 2011), seja em um estado estabelecido, em transformação ou em crise.

Bourdieu (2006) propõe que as estratégias dos envolvidos na luta de concorrência dentro do campo de poder estão relacionadas às perspectivas de futuro, onde os planos e projetos estão, inerentemente, relacionados ao volume e à estrutura de capital. Isso acontece, porque providos de um tipo de capital para poder dominar o campo, as lutas se identificam devido ao valor relativo dos diferentes tipos de capitais (Bourdieu, 1996). Assim, nossa interpretação sugere que as ACRs acumularam propriedades em um ou mais capitais específicos com o intuito de obter reconhecimento e legitimação por parte dos demais campos do mercado. Como reflete Bourdieu (1986), a construção de um capital específico está relacionada a vários outros capitais, desde que seja reconhecida e legitimada dentro do campo e às vezes incorporada ao capital simbólico.

Neste sentido, ao analisar como a trajetória e acúmulo de capital pelos atores do campo, definiu a posição influente das Agências de Classificação de Riscos no núcleo dominante do mercado financeiro, observamos que as ACRs buscaram estabelecer um tipo de influência no mercado por meio da acumulação de todos os tipos de capitais, mas alguns se apresentam de forma distinta, como o capital simbólico, o tecnológico e o comercial. O capital simbólico é, por si, sinônimo de distinção (Bourdieu, 1985), e essa distinção abrange transformações simbólicas, hierarquias e ordens aplicadas a esquemas de construção e internalização. No campo das ACRs

este capital se destaca, não somente porque evidencia a propriedade do tempo de atuação no mercado e a relação que mantém com outros campos de poder (instituições de governança global e campos estatais), mas também pela capacidade de tornar outros capitais reconhecidos e legitimados durante neste processo.

O capital simbólico assume uma forma de distinção percebida por agentes, através da internalização da estrutura de distribuição (Bourdieu, 1985), logo pode converter-se em qualquer tipo de capital desde que reconhecido e legitimado dentro do campo (Couldry, 2003). Essa propriedade pode ser física, econômica, cultural ou social e percebida por outros agentes que tendem a reconhecê-la e atribuir-lhe valor (Bourdieu, 1996). A inovação financeira, por exemplo, inserida no capital tecnológico, é base para a difusão do conhecimento técnico sobre finanças no mercado financeiro. Através da compra e desenvolvimento de softwares, instrumentos, metodologias e ferramentas para avaliar os produtos do mercado e todos os seus tipos de investimentos, as ACRs detêm prestígio e reconhecimento.

A evidência deste capital é importante, porque a literatura já tem discutido a estrutura dessas agências focadas na governança de conhecimento técnico e competência (Gordon, 1991). Kerwer (1999) já pontuava que diferente da possibilidade de recorrer à violência - como ocorre no poder político ou divergências transnacionais na economia no caso do poder econômico -, o poder das ACRs está baseado no “monopólio de competência” e “conhecimento especializado”. Elas têm desenvolvido técnicas sofisticadas para transformar incertezas em riscos tratáveis, por meio de diferentes métodos, modelos e ferramentas (Besedovsky, 2015). Esses métodos são consagrados por meio de variáveis qualitativas e quantitativas (Cantor e Packer, 1995; Nascimento & Costa, 2023) que proporcionam um tipo de poder e influência no mercado.

Nas palavras de Bourdieu (2005), as empresas que gozam de monopólio puro - neste caso, monopólio de conhecimento -, tendem a construir estratégias próprias de atuação estruturalmente orientadas (Bourdieu, 1982). Por isso a ideia de que o “conhecimento” das ACRs é a peça-chave da economia política é importante, pois se transforma também em “conhecimento autoritário” (Sinclair, 2005 [2018]). Um exemplo é que até mesmo os reguladores dependem das ACRs para obter conhecimento e ferramentas para análise e controle do mercado (Kruck, 2017). À medida que o mercado evoluiu, as ACRs investiram em tecnologias que acompanharam essa evolução. Isso é percebido no crescimento das finanças estruturadas com ferramentas de análise, crescimento dos ETFs e instrumentos de avaliação e, até mais recente, com uso de Tecnologias Alternativas e IA para melhorar análises financeiras. Por isso, as instituições de governança internacional do mercado reconhecem e necessitam do trabalho das ACRs, interagindo com a autoridade de poderes pré-existentes (Sinclair, 2005 [2018]) e elevando a proximidade com os campos estatais.

Outro capital reconhecido por outros campos do mercado é capital comercial das ACRs. As interpretações deste capital trazem outras percepções para compreender como campos são estruturados com o objetivo de dominar o mercado. O capital comercial é associado a um tipo de controle de venda ou redes de distribuição (Bourdieu, 2005) e ao poder do capital econômico como forma de monopolização de mercado, quando dominantes, exercendo força sobre outros campos. Por isso, Poon (2012) mostra sistematicamente com base na história como ao longo de mais de um século, as classificações produzidas comercialmente por essas agências se tornaram uma instituição inevitável. Quanto mais elas produzem classificações comercialmente, mais elas alimentam o mercado de capitais (Ibidem).

O alcance comercial global das ACRs foi uma estratégia promovida para manter a dependência dos mercados de sua atuação. Primeiro, o crescimento de escritórios em operação global, onde a Moody's chegou a ter escritórios em 42 países enquanto a S&P em 28. Além disso, o foco e o domínio em avaliações tradicionais do mercado, como Títulos de Companhias de Seguros, Instituições Financeiras e Títulos de Governos e Cobertura do Mercado garantem um certo nível de estabilidade das ACRs. Elas chegaram a abranger como cliente inúmeros países, investidores e instituições do mercado e o domínio sobre vários níveis e tipos de produtos e investimentos, inculcando um certo nível de dependência dos mercados sobre suas classificações.

Esses resultados também foram importantes para entender, na dimensão simbólica, a relação das ACRs com os campos do núcleo dominante do mercado. Embora esta pesquisa não se atente ao nível destas relações, como alinhamento, dependência, interdependência, domínio etc., elas são muito importantes para avaliar o nível de reconhecimento dessas ACRs por outros campos. Aqui, o capital simbólico entra novamente como um reconhecimento específico de um campo onde em áreas globais de competição pode ser instituído por outras instituições para reforçar seu valor (Bucholz, 2016).

Em 1994, Sinclair já sugeria que a inserção influenciadora das ACRs em blocos históricos dominantes é uma das respostas ao seu poder. Na maioria das vezes, essas relações são estabelecidas por meio de um processo regulatório formal que inclui códigos, leis, normas etc. De fato, um dos motivos para as ACRs se tornarem muito poderosas é porque reguladores usam suas classificações para criar regras financeiras (Kerwer, 2001; Kruck, 2017). Elas diferem de outros mecanismos e entidades de classificação e recomendações do mercado, porque apresentam uma forte regulamentação (Partnoy, 2015). E mesmo que as regulações mudem, o poder das ACRs continuará devido à importância histórica e atual que elas têm nos mercados financeiros (Kruck, 2017), pois o risco gera demandas regulatórias que criam um ciclo de risco e regulação (Kessler, 2007).

Sabe-se que desde 1975, quando a SEC lançou a SEC-1975, as ACRs estavam inseridas em um extenso arcabouço de regulamentações com vários campos do mercado e do Estado (ver mais em Nascimento & Sacomano Neto, 2024). Suas classificações são usadas como referências para fins regulatórios da legibilidade de títulos de todo o mundo (Kerwer, 1999; White, 2013; Cash, 2020). Nesta pesquisa, os resultados mostram que a partir dos anos 2000, as relações entre ACRs, Estado e instituições de governança internacional se estendem com o Código de IOSCO (2004; 2008), BIS (2004), Banco Mundial, FMI (2013)¹⁹ e campos estatais como SEC (2001; 2006; 2010) e CUE (2009-2011; 2013).

As instituições de governança global do mercado são conhecidas por justificarem sua legitimidade, enfatizando conhecimento especializado e técnico baseado em métricas de desempenho complexas para demonstrar competência e justificar autoridade (Stappert & Gregoratti, 2022). Do mesmo modo, o conhecimento especializado e a expertise técnica das ACRs, como indicadores de eficiência são algumas das suas características que justificam sua autoridade (Stappert & Gregoratti, 2022).

Mais especificamente, em 2004, os códigos de conduta da IOSCO e requisitos de atuação da SEC redefiniram novas formas de relacionamento. Além disto, neste mesmo ano, uma nova adequação para o capital bancário, chamada Basileia II, foi lançada pelo Comitê de Basileia para substituir a de 1988, reconhecendo também o trabalho das ACRs. Com essa nova relação, as notações atribuídas por ACRs reconhecidas poderiam ser utilizadas pelos bancos para ponderar os riscos de crédito e suas exposições de crédito institucionais. Sobre o Banco Mundial e FMI, autores como Gill e Law (1989) e Helleiner (1997) já discorreram sobre essa relação trazendo a ideia de que as ACRs estavam inseridas nessas redes financeiras transnacionais contribuindo com o trabalho destes campos.

Teoricamente, a relação entre ACRs, o Estado e as instituições de governança internacional do mercado revelam uma análise homóloga entre estes campos para estabelecer um tipo de ordem global nos mercados. De acordo com Bourdieu (1985), relações objetivas de poder se reproduzem em relações simbólicas de poder, logo, as relações que os campos têm com outros são úteis para análise relacional dos campos em espaços de poder. Desta forma, compreendemos que a relação das ACRs com outros campos de poder no mercado é estabelecida pelo apoio de reguladores (Kruck, 2017), e as regulamentações criam formas de representação e relações simbólicas de poder.

Nas relações de forças simbólicas, a dominação só se instaura quando dominadores e dominados reconhecem esquemas de percepção reciprocamente (Bourdieu, 2007a). E aqueles que

¹⁹ FMI, no livro *Evolução atual do direito monetário e financeiro*, reconhece o trabalho e a importância das ACRs, mas exige regulamentação. <https://doi.org/10.5089/9781616350819.072>

ocupam posições dominantes dentro do espaço social também se situam em posições dominantes no campo da produção simbólica (Bourdieu, 2005). Assim, as percepções de Bourdieu nos levam a entender que as relações na dimensão simbólica entre o campo das ACRs, o Estado e essas instituições são estabelecidas por meio de mecanismos de empréstimo simbólico (leis, normas, códigos), especialmente se considerarmos a relação com o campo estatal, que é um banco central de crédito simbólico (Bourdieu, 1996[1989]).

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa analisou a trajetória do campo e a estrutura de capitais acumulados pelos atores das Agências de Classificação de Risco. Até o momento, nenhuma pesquisa havia explorado esta análise, por meio da teoria de campo. Notamos que houve um crescimento substancial de todos os capitais das ACRs no período analisado, mas há um destaque para o capital comercial, o tecnológico e o simbólico. Esses resultados mostram que a acumulação desses capitais foi uma estratégia articulada dos atores do campo que se evidenciava em cada fase do campo para cada necessidade a ser suprida.

A análise sugere que as estratégias dos atores das ACRs foram priorizar certos tipos de capital específicos em diferentes períodos e cenários. No começo dos anos 2000 até 2006, os resultados mostram que o foco das ACRs era aumentar o seu capital comercial, expandindo seus negócios para um número maior de opções de investimentos e o mercado internacional. Por isso, o crescimento de finanças estruturadas incentivou o crescimento das duas ACRs que buscavam domínio por meio da cobertura de mercado. Já no começo da crise, em 2007, as ACRs focam no acúmulo de capital tecnológico, que inclui inovações financeiras para garantir um certo nível de especialização do seu próprio mercado, adquirir legitimidade para sua atuação e manter seu domínio nas finanças globais. Esses resultados mostram que providos de um tipo de capital para poder dominar o campo, as lutas se identificam devido ao valor relativo dos diferentes tipos de capitais (Bourdieu, 1996).

A pesquisa também mostra que a trajetória das ACRs mudou com o tempo, definindo uma posição de chegada caracterizada por sua própria trajetória (Bourdieu, 2007c). Baseado nestes preceitos, consideramos que a trajetória e a acumulação desses capitais concederam às ACRs um tipo de influência dentro do núcleo dominante do mercado financeiro. Além do capital tecnológico, comercial e simbólico acumulado pelas ACRs, há formas de reconhecimento entre os campos do núcleo dominante do mercado por meio de empréstimos simbólicos (leis, normas, códigos). Na análise de capitais simbólicos, é possível notar na dimensão simbólica que esse reconhecimento é

dado por meio de regulamentações ou regras de cooperação direta entre as ACRs, o Estado e Instituições de Governança Global. Geralmente essas relações são concedidas pelo Estado, que funciona como um tipo “banco central de crédito simbólico” (Bourdieu, 1996[1989]), fazendo com que se entenda que as regulamentações podem ser um tipo de mecanismo de empréstimo simbólico entre os campos estatais e não-estatais.

Além disso, a pesquisa permitiu verificar que a análise relacional dos capitais é importante, tendo em vista que esse tipo de análise só existe em relação a outras propriedades pertinentes (Bourdieu, 1996). Para o autor, quando comparado a outro que está em posição semelhante, podem se diferenciar pela evolução e volume da estrutura de capital ao longo do tempo. Por esse motivo, nota-se que há “características distintivas” (Bourdieu, 2007c) na comparação das trajetórias e capitais das ACRs. Enquanto a Moody’s se destaca por meio do capital tecnológico, cultural e simbólico, a S&P se destaca pelos capitais comercial, simbólico, social, cultural e financeiro.

De modo geral, consideramos que pesquisas futuras podem refletir sobre a análise relacional de diferentes tipos de capitais e como eles podem ser usados para engajar um certo tipo de influência no mercado financeiro global. Além disso, que busquem aprofundar o conceito de núcleo dominante do mercado mostrando resultados empíricos que aprofundem a discussão sobre o Estado e as Instituições de Governança Global do mercado.

REFERÊNCIAS

Akdemir, A., & Karşlı, D. (2012). An assessment of strategic importance of credit rating agencies for companies and organizations. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 58, 1628-1639. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.1150>

Barta, Z., & Johnston, A. (2023). Rating politics: Sovereign credit ratings and democratic choice in prosperous developed countries. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198878179.001.0001>, accessed 7 Dec. 2023.

Bertoncello, E. (2022). Construindo espaços relacionais com a análise de correspondências múltiplas: aplicações nas ciências sociais.

Besedovsky, N. (2015). Calculating Financialization. Credit Rating Agencies, Conceptions of Risk and Calculative Practices as Drivers of Social Change. Berlin: Dissertation, Humboldt Universität zu Berlin. 10.1093/ser/mwx043

Besedovsky, N. (2018). Financialization As Calculative Practice: The Rise Of Structured Finance and the cultural and calculative transformation of credit rating agencies. *Socio-Economic Review*, 16(1), 61–84. <https://doi.org/10.1093/ser/mwx043>

Bichoffe, A. C. (2016). A construção cultural do mercado de risco de crédito soberano brasileiro: entre Estado e mercado/The cultural construction of brazilian sovereign credit risk market: between State and market. *Agenda Política*, 4(2), 34-77. <https://doi.org/10.31990/10.31990/agenda.ano.volume.numero>

- Boltanski, L. 2008. *Rendre la réalité inacceptable* (pp. 83-116). Paris: Demopolis. ISBN: 978-2-35457-023-1
- Bourdieu, P. 2000. *As Regras da Arte: Gênese e Estrutura do Campo Literário*. São Paulo: Companhia das Letras.
- Bourdieu, P. & Wacquant, L. J. (1992). *An invitation to reflexive sociology*. University of Chicago press.
- Bourdieu, P. (1974). O mercado de bens simbólicos. *A economia das trocas simbólicas*
- Bourdieu, P. (1977 [1972]). *Outline of a Theory of Practice*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bourdieu, P. (1982). *A Economia das Trocas Simbólicas*. Tradução e organização de Sérgio Micelli. São Paulo: Ed. Perspectiva.
- Bourdieu, P. (1983). The field of cultural production, or: the economic world reversed?, *Poetics*, 12 (4): 311–356
- Bourdieu, P. (1985). The social space and the genesis of groups. *Social Science Information*, 24(2), 195-220
- Bourdieu, P. (1989). *O poder simbólico*. Lisboa, Portugal: Difel.
- Bourdieu, P. (1990). *Coisas Ditas*. Tradução de Cássia R. da Silveira e Denise Moreno Pegorim. São Paulo: Ed. Brasiliense.
- Bourdieu, P. (1994). *Razões Práticas: Sobre a Teoria da Ação*.
- Bourdieu, P. (1996). *The Rules of Art: Genesis and Structure of the Literary Field*. Cambridge: Polity Press.
- Bourdieu, P. (1997b). *Razões práticas: Sobre a teoria da ação*. Oeiras: Celta Editora.
- Bourdieu, P. (1998). *The State Nobility: Elite Schools in the Field of Power*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Bourdieu, P. (2005). O campo econômico. *Política & Sociedade*, 4(6), 15-58.
- Bourdieu, P. (2006). *As Estruturas Sociais da Economia*. Campo das Letras
- Bourdieu, P. (2007a). *Meditações Pascalianas*. Tradução: Sergio Miceli. 2. Ed. Rio de Janeiro: Bertand Brasil.
- Bourdieu, P. (2018). The forms of capital. In *The sociology of economic life* (pp. 78-92). Routledge
- Bourdieu, P. 2007c. *A economia de trocas simbólicas*. São Paulo, perspectiva. ISBN: 978-85-273-0140-4
- Bourdieu, P. *A Distinção: crítica social do julgamento*. Porto Alegre, RS 2007c
- Bourdieu, P. *A distinção: crítica social do julgamento*. São Paulo: Edusp; Porto Alegre: Zouk, 2008
- Bourdieu, P. 2011. The forms of capital. In: *The sociology of economic life*.
- Bourdieu, P.; Wacquant, L. & Farage, S. (1994). Rethinking the State: Genesis and Structure of the Bureaucratic Field. *Sociological Theory*, 12, 1, 1-18. <https://doi.org/10.7591/9781501717789-004>
- Buchholz, L. (2016). What is a global field? Theorizing fields beyond the nation-state. *The Sociological Review*, 64(2_suppl), 31-60. <https://doi.org/10.1111/2059-7932.12001>

- Buchholz, L., (2008). Feldtheorie und Globalisierung. In B. Von Bismarck, T. Kaufmann & U. Wuggenig (eds). *Nach Bourdieu: Kunst, Visualität und Politik*, 211–238, Vienna: Turia + Kant
- Butt, A. I. (2013). Anarchy and hierarchy in international relations: examining South America's war-prone decade, 1932–41. *International Organization*, 67(3), 575–607. <https://doi.org/10.1017/S0020818313000155>
- Cantor, R., & Packer, F. (1995). The credit rating industry. *The Journal of Fixed Income*, 5(3), 10–34.
- Carruthers, B. G. (2010). Knowledge and liquidity: Institutional and cognitive foundations of the subprime crisis. In *Markets on trial: The economic sociology of the US financial crisis: Part A* (Vol. 30, pp. 157–182). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1108/S0733-558X\(2010\)000030A009](https://doi.org/10.1108/S0733-558X(2010)000030A009)
- Cash, D. (2020). The Credit Rating Agencies. In: Cash, D. *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies*. Springer International Publishing. doi: 10.1007/978-3-030-71693-6_4
- Charle, C. (2001). Prosopography (collective biography).
- Cox, R. W. (1987). *Production, Power, and World Order: Social Forces in the Making of History*. New York, NY: Columbia University Press.
- Cox, R. (1983). Gramsci, hegemony and international relations: an essay in method. In: Cox, R & Sinclair, T. *Approaches to World Order*. Cambridge: Cambridge University Press.
- David, A., Lake. (2009). *Hierarchy in International Relations*
- Duval, Julien. Analisar um espaço social. In: PAUGAM, S. *A pesquisa sociológica*. Rio de Janeiro: Vozes, 2015. p. 218-237.
- Duval, Julien. Economic Journalism in France. In: BENSON, Rodney; NEVEU, Erik. *Bourdieu and que journalistic field*. 3. ed. Nova York: Polity Press, 2010
- Elkhoury, M. (2009). Credit rating agencies and their potential impact on developing countries. In: United Nations (orgs). *Compendium on debt sustainability and development*. New York and Geneva, United Nations Publications, 165–180. https://unctad.org/system/files/official-document/gdsddf20081_en.pdf#page=68
- Fabozzi, F. J., & Kothari, V. (2007). Securitization: The Tool of Financial Transformation. *Research Papers in Economics*. <https://ideas.repec.org/p/ysm/somwrk/amz2495.html>
- Faria, L. A. E. (2013). The value of the concept of hegemony for international relations. *Austral. Porto Alegre. Vol. 2, n. 3 (Jan./June 2013)*, p. 193–216.
- Ferguson, Y. H., & Mansbach, R. W. (1991). Between celebration and despair: constructive suggestions for future international theory. *International Studies Quarterly*, 35(4), 363–386. <https://doi.org/10.2307/2600946>
- Fligstein, N. (1996). Markets as Politics: A Political-Cultural Approach to Market Institutions. *American Sociological Review*, 61(4):656–673. doi: 10.1002/9780470755679.CH11
- Fligstein, N. (2013). Understanding stability and change in fields. *Research in Organizational Behavior*, 33, 39–51. <https://doi.org/10.1016/j.riob.2013.10.005>
- Fligstein, N., & McAdam, D. (2012). *A theory of fields*. Oxford University Press.
- Fourcade, M. 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, 2017.

- Gerhardt, T. E., & Silveira, D. T. (2009). *Métodos de pesquisa*. Plageder.
- Gill, S. (1993). *Gramsci, Historical Materialism and International Relations*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Gill, S. R., & Law, D. (1989). Global hegemony and the structural power of capital. *International studies quarterly*, 33(4), 475-499. <https://doi.org/10.2307/2600523>
- Gilpin, R. G. (1987 [2016]). *The political economy of international relations*. Princeton University Press.
- Go, J. (2008). Global fields and imperial forms: Field theory and the British and American empires. *Sociological theory*, 26(3), 201-229. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9558.2008.00326.x>
- Goh, E. (2019). Contesting Hegemonic Order: China in East Asia. *Security Studies*, 28(3), 614-644. <https://doi.org/10.1080/09636412.2019.1604989>
- Gordon, S. (1991). Introduction to Moody's Rating system. In: Stimpson, D. *Global Credit analysis*, 103-53. New York: mood's investors Service.
- Gupta, A., Dutta, H., Bedathur, S., & Dey, L. (2018). A machine learning approach to quantitative prosopography. *arXiv preprint arXiv:1801.10080*.
- Guzzini, S. (1993). Structural power: the limits of neorealist power analysis. *International Organization*, 47(3), 443-478. <https://doi.org/10.1017/S0020818300028022>
- Helleiner E. (1997). Who Elected the Bankers? Surveillance and Control in the World Economy. In: Pauly, L. W. I: Cornell University Press, 1997, pp. xiv, 184. *Canadian Journal of Political Science*. 1997;30(4):774-776. doi:10.1017/S0008423900016723
- Henning, Schmidtke., Swantje, Schirmer., Niklas, Krösche., Tobias, Lenz. (2023). The Legitimation of International Organizations: Introducing a New Dataset. *International Studies Perspectives*, doi: 10.1093/isp/ekad008
- FCIC. (2011). Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the united states. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>.
- Hung, M., Kraft, P., Wang, S., & Yu, G. (2022). Market power and credit rating standards: Global evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 73(2-3), 101474. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101474>
- Kerwer, D. (1999). Credit rating agencies and the governance of financial markets. *Stand*, 1, 1999. <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=8b7b7c1309c6de9f350bbbe2c6bef24df052cfb0>
- Kerwer, D. (2001). Standardizing as governance: The case of credit rating agencies. *Common Goods*. Preprints aus der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter, No. 2001/3. <https://hdl.handle.net/10419/85098>
- Kerwer, D. (2002b). Rating agencies setting a standard for global financial markets. *Economic Sociology: European Electronic Newsletter*, 3(3), 40-46. <https://hdl.handle.net/10419/155811>
- Kerwer, D. (2005). Holding global regulators accountable: the case of credit rating agencies. *Governance*, 18(3), 453-475. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0491.2005.00284.x>

Kerwer, D. (2006). Governing financial markets by international standards. *New Modes of Governance in the Global System: Exploring Publicness, Delegation and Inclusiveness*, 77-100.
https://link.springer.com/chapter/10.1057/9780230372887_4

Kruck, A. (2017). Asymmetry in empowering and disempowering private intermediaries: The case of credit rating agencies. *The ANNALS of the American academy of political and social science*, 670(1), 133-151. <https://doi.org/10.1177/0002716217691459>

Kruck, A. (2018). Resilient blunderers: Credit rating fiascos and rating agencies' institutionalized status as private authorities. In: *Fiascos in Public Policy and Foreign Policy* (pp. 123-140). Routledge.

Le Roux, B. Rouanet, H. 2010. *Multiple Correspondence Analysis (Quantitative Applications in the Social Sciences)*

Lebaron, F. *Enquête quantitative en sciences sociales*. Paris: Dunod, 2006.

Lim, A. (2021). Global fields, institutional emergence, and the regulation of transnational corporations. *Social Forces*, 99(3), 1060-1085. doi: 10.1093/SF/SOAA038

Luitel, P., Vanpée, R., & De Moor, L. (2016). Pernicious effects: How the credit rating agencies disadvantage emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 38, 286-298.

Mahoney, J. (2003). Strategies of casual assessment int comparative historical analysis. In: Mahoney, J., & Rueschemeyer, D. *Comparative Historical Analysis in the Social Sciences*. Cambridge University Press.
<https://doi.org/10.1086/424628>

Masson, M. A. C. (2021). Campo E Hegemonia: Proximidades entre Bourdieu e Gramsci e a Análise dos Processos Educacionais. *Caderno de Filosofia e Psicologia da Educação*, (26), 247-265.
<https://doi.org/10.22481/aprender.i26.7734>

Meyer, S. (2012). Economic Agents and the Culture of Debt. In *The Development of Consumer Credit in Global Perspective: Business, Regulation, and Culture* (pp. 223-241). New York: Palgrave Macmillan US.

Miglionico, A. (2019). *The governance of credit rating agencies: regulatory regimes and liability issues*. Edward Elgar Publishing.

Mintz, B., & Schwartz, M. (1986). Capital flows and the process of financial hegemony. *Theory and Society*, 77-101. <https://www.jstor.org/stable/657176>

Nascimento, R. R. do, & Costa, M. M. (2023). Assimetria de informações e o rating soberano brasileiro na avaliação das Agências de Classificação de Risco. *Contabilidade Gestão E Governança*, 25(3), 398-415.
<https://doi.org/10.51341/cgg.v25i3.2822>

Nexon, D. H., & Neumann, I. B. (2018). Hegemonic-order theory: A field-theoretic account. *European Journal of International Relations*, 24(3), 662-686. doi: 10.1177/1354066117716524

Nicolet, C. (1970, October). Prosopographie et histoire sociale: Rome et l'Italie à l'époque républicaine. In *Annales. Histoire, Sciences Sociales* (Vol. 25, No. 5, pp. 1209-1228). Cambridge University Press

Nölke, A. (2022). The International Institutions of Capitalism. In *Post-Corona Capitalism* (pp. 107-108). Bristol University Press.

Ortiz, R. (1994). *Mundialização e cultura*. São Paulo: Brasiliense, 1994.

Partnoy, F. (2015). How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers. In: David, F., Tennant, Marlon, R., Tracey. *Credit Rating Agencies as Gatekeepers*. 1-14. doi: 10.1057/9781137391506_1

Paudyn, B. (2014) 'Credit rating agencies and the sovereign debt crisis: Performing the politics of creditworthiness through risk and uncertainty. Palgrave and Macmillan New York, NY. ISBN 978-1-349-45396-2. DOI 10.1057/9781137302779

Pereira, E. T. (2019). *The Restructuring of the Financial System in the 21st century* (pp. 30–51). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-8906-8.CH002>

Poon, M. (2012). Rating agencies. In: Cetina, K., K., & Preda, A. *The sociology of finance*. United Kingdom: Oxford University Press.

Radosh-Hinder, S. (2023). Credit rating agencies. In: Sinclair, T. *International Organization and Global Governance*. Routledge. doi: 10.4324/9781003266365-35

Ramos Jr, V. (1982). The concepts of ideology, hegemony, and organic intellectuals in Gramsci's Marxism. *Theoretical Review*, 27(3-8), 34.

Sinclair, T. J. (1994). Between state and market: Hegemony and institutions of collective action under conditions of international capital mobility. *Policy Sciences*, doi: 10.1007/BF01000068

Sinclair, T. J. (2001). The infrastructure of global governance: Quasi-regulatory mechanisms and the new global finance. In: Sinclair, T. *Global Governance: A Review of Multilateralism and International Organizations*. ISSN: 1942-6720.

Sinclair, T. J. (2003). Global Monitor: Credit Rating Agencies. *New Political Economy*, 8(1): 147–61. 10.1080/1356346032000078769

Sinclair, T. J. (2010). Credit rating agencies and the global financial crisis. *economic sociology_of the european electronic newsletter*, 12(1), 4-9. <https://hdl.handle.net/10419/155956>

Sinclair, T. J. (2018 [2005]). *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Ithaca: Cornell University Press.

Soudis, D. (2015). Credit Rating Agencies and the IPE: Not as influential as thought? *Review of International Political Economy*, 22:4, 813-837. <https://doi.org/10.1080/09692290.2014.957234>

Stappert, N., & Gregoratti, C. (2022). The Self-Legitimation of Global Governance Institutions. In: Bexell, M; Josson, K & Uhilin, A. *Legitimation and Delegitimation in Global Governance: Practices, Justifications, and Audiences*. United Kingdom, Oxford Press

[Statistics](#) | [Research](#) | [SIFMA 2016; 2019](#)

Steinmetz, G. (2002). Precoloniality and colonial subjectivity: ethnographic discourse and native policy in German overseas imperialism, 1780s–1914. In *Political Power and Social Theory* (pp. 135-228). Emerald Group Publishing Limited. [https://doi.org/10.1016/S0198-8719\(02\)80024-2](https://doi.org/10.1016/S0198-8719(02)80024-2)

Stone, L. (1971). Prosopography. *Daedalus*, 46-79.

Stone, L. (2011). Prosopografia. *Revista de Sociologia e Política*, 19, 115-137.

Susen, S. (2014). Reflections on Ideology: Lessons from Pierre Bourdieu and Luc Boltanski. *Thesis Eleven*, 124(1), pp. 90-113. doi: 10.1177/0725513614552444

Susen, Simon. (2016). Towards a Critical Sociology of Dominant Ideologies: An Unexpected Reunion between Pierre Bourdieu and Luc Boltanski. *Cultural Sociology*, 10(2):195-246. doi: 10.1177/1749975515593098

The 10 Best Liberal Arts Colleges in America. Disponível em: <https://www.usnews.com/best-colleges/rankings/national-liberal-arts-colleges?_sort=rank&_sortDirection=asc>. Acesso em: 12 fev. 2025.

SIFMA. Capital Markets Fact Book, 2024. 2016; 2019.
<https://www.sifma.org/resources/research/statistics/fact-book/>

Thiry-Cherques, H. R. (2006). Pierre Bourdieu: a teoria na prática. *Revista de Administração Pública*, 40, 27-53. <https://doi.org/10.1590/S0034-76122006000100003>

Vapa Tankosic, J., & Vukosavljevic, D. (2021). The analysis of the structured financial transactions as alternative sources of financing. *Law Theory & Prac.*, 38, 13.

Verster, T., et al (2019). A motivation for banks in emerging economies to adapt agency ratings when assessing corporate credit. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 22(1), 1-11. <http://dx.doi.org/10.4102/sajems.v22i1.2818>

Wacquant, L. J. (1993). From ruling class to field of power: An interview with Pierre Bourdieu on La Noblesse d'Etat. *Theory, Culture & Society*, 10(3), 19-44.

White Lawrence, J.,. (2013). Credit Rating Agencies: An Overview. *Review of Financial Economics*, 5(1):93-122. doi: 10.1146/Annurev-Financial-110112-120942

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.

White, L. J. (2018). The credit rating agencies and their role in the financial system. In: E. Brousseau, ed., *Oxford Handbook on Institutions, International Economic Governance, and Market Regulation*. Oxford University Press. <https://ssrn.com/abstract=3192475>

William, R., Fowler., Eugenia, Zavaleta, Lemus. (2016). 4. El pensamiento de Pierre Bourdieu : apuntes para una mirada arqueológica. doi: 10.5377/KOOT.V0I4.2253

CAPÍTULO III

A CRISE DO MERCADO DE RISCO: INOVAÇÃO E A POSIÇÃO DAS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO NO CAMPO

Resumo

As inovações financeiras desempenham um duplo papel no mercado financeiro; de um lado elas promovem o crescimento e a modernização do mercado e do outro elas podem ser fatores que culminam com as crises financeiras. Usando o caso das Agências de Classificação de Risco [ACRs], consideradas como engenheiras financeiras do mercado, discutimos a dinâmica do mercado em crise por meio da teoria de campos. Assim, o objetivo é analisar o papel da inovação financeira como mecanismo fundamental para reestruturar a ordem e estabilidade do campo das ACRs. Selecionamos para o estudo, as duas maiores Agências de Classificação de Riscos do mercado, sendo elas a Moody's e a S&P. Usamos uma análise histórica do maior caso quando as ACRs estiveram imersas em uma crise financeira, a crise do Subprime de 2008. O estudo analisa o período pré-crise entre 2006 e 2007, o período de crise 2008-2009 e o pós-crise entre 2010 e 2011. Assim, de modo específico, buscamos: i) identificar e descrever as inovações financeiras das ACRs neste período e; ii) analisar como as ACRs acionaram os mecanismos de contenção por meio da inovação financeira. Usando a técnica de análise de conteúdo, classificamos as inovações financeiras das ACRs, citando os motivos pelos quais foram criadas em cada período de análise. Os resultados mostram que as inovações financeiras das Agências de Classificação de Riscos foram um dos mecanismos fundamentais de contenção da crise. Além disso, a narrativa sobre a crise das ACRs incorpora outras estratégias e dinâmicas do mercado como envolvimento de outros atores e a influência coercitiva de campos estatais e instituições de governança do mercado.

Palavras-chave: Agências de Classificação de Risco. Crises. Financeirização. Inovação financeira. Teoria de campos.

1. INTRODUÇÃO

O crescimento das inovações financeiras tem trazido avanços para o mercado e desafios para estudiosos em vários campos de estudo. Autores como Epstein (2001), Krippner (2005), Preda (2007), Aalbers (2015) definem inovações financeiras, como tendências de mercados e novos instrumentos criados para atender o mercado. Essas inovações surgem de necessidades, sejam elas de atrair investidores para o mercado ou de gerenciar riscos (Bodie & Brière, 2011; Sekhar & Gudimetla, 2013).

Relacionadas ao objetivo de manter a eficiência e a estabilidade do sistema financeiro (Llewellyn, 2009), as inovações financeiras têm sido extensivamente discutidas (Jacque & Vaaler, 2001; Ramakrishnan, 2013; Greenwood & Scharfstein, 2013; Hernandez, Liu & Shao, 2018) nos últimos anos. Embora muito relacionadas aos operadores tradicionais do mercado, como as instituições bancárias (Llewellyn, 2009; Pernell, 2020), é notável que elas sejam estudadas em outros setores como os das FinTechs (Schindler, 2017), mercados securitizados (Chiapello, 2015; LengWiler, 2016; Fligstein, 2021), títulos derivativos e Bitcoins (Grinblatt & Longstaff, 2000; Nakamoto, 2008).

Uma característica importante da inovação financeira é a ideia de que seus resultados também são importantes para análise estrutural dos campos do mercado (ver mais em Fligstein, 2021). Dentre as muitas mudanças, a inovação financeira busca criar ou redefinir produtos, serviços, processos e formas organizacionais (Tufano, 2003; Llewellyn, 2009; Frame & White, 2004; Frame, Wall & White, 2018; Fligstein, 2021).

A maioria dos estudos de inovação financeira é baseada na sociologia das finanças inspirada nas ciências sociais²⁰ (Engelen et al., 2016; Fligstein, 2021). Aliás, boa parte dos achados sobre inovação financeira concentram-se na ideia de performatividade (Engelen et al., 2016). Isso porque pela performatividade, as inovações assentam-se em conceitos de dispositivos métricos (Muniesa, Millo & Callon, 2007; Trueck & Rachev, 2009), market devices (Muniesa, Millo & Callon, 2007) e calculative devices (Pedraza-Acosta & Mouritsen, 2018; Besedovsky, 2018) baseadas no risco e no cálculo.

Pesquisadores performativistas, como Makenzie e Millo (2003), Marron (2007), Mackenzie (2006), Callon & Muniesa (2005), (Marron, 2007), tentam reforçar a ideia de que os dispositivos são uma realidade dos mercados e da economia muitas vezes ignorados pelos cientistas sociais

²⁰Fora destes campos, Engelen et al., (2010; 2016) criticam essas abordagens e trazem a ideia de conjuntura, bricolagem e estrutura como acepções importantes para o processo de inovação.

(Muniesa, Millo & Callon, 2007). Na verdade, por essa abordagem, os teóricos buscam entender como dispositivos podem auxiliar na estruturação dos mercados (ver Callon, 1998).

Desde a crise de 2008, a inovação financeira tem sido discutida na literatura para mostrar os conflitos e as fragilidades do processo de inovação, como questões em torno da complexidade do sistema e dos dados financeiros (Mackenzie, 2006; Hamilton, Jenkinson, & Penalver, 2007; Ramakrishnan, 2013; Wieland, 2015) e, também, por causar problemas à economia quando seu uso causa instabilidade financeira (Lazonick, 2013; Pernell, 2020). A maioria dos estudos sobre inovação remonta o crescimento e os impactos da securitização, o maior caso exemplar da financeirização²¹ (Chiapello, 2015) e da crise do Subprime (Wainwright, 2015; Buchanan, 2017).

A percepção de crises, no entanto, inerentemente oposta à condição estável de um campo, abrange aspectos muitos mais profundos do que riscos e incertezas. As crises do mercado são eventos complexos que fazem emergir de abordagens teóricas várias visões sobre suas causas e efeitos. As interpretações na literatura variam de abordagens mais tradicionais, como de percepções Marxianas sobre questões econômicas estruturais, contradições e instabilidades sobre o sistema capitalista (Cipolla, 2012); ou a Hipótese do Mercado Eficiente, proposta por Eugene Fama que afirma que os mercados financeiros são eficientes à medida que refletem sobre as informações disponíveis (Haris, 2024), até a Hipótese da Instabilidade Financeira [HIF] proposta por Minsky (1982;1986) que busca interpretar como as crises são eventos cíclicos contrapostos à estabilidade duradoura dos mercados financeiros. Mais recentemente, outras perspectivas avaliam as crises em detrimento do crescimento da financeirização e complexidade do mercado financeiro (Chiapello, 2015; Buchanan, 2017; Fligstein & Goldstein, 2011).

Na teoria de campos de Fligstein e McAdam (2012), as crises são eventos que desorganizam um espaço social organizado, precisando de revisão de acordos. A teoria dos campos procura esclarecer que quando as crises se intensificam, os atores sociais hábeis são responsáveis pela reprodução de um determinado poder social (Fligstein, 2007). Eles ativam o que Fligstein & McAdam (2012) chamam de “episódios de contenção”, isto é, ações com objetivo de realizar manutenções e retomar estabilidade do campo. No entanto, é difícil encontrar pesquisas que associam inovação financeira e crise à teoria de campos, o que implica que inovações financeiras são pouco sustentadas pela visão cultural da estruturação dos mercados. Mais recentemente, Fligstein (2021) analisou o mercado de securitização hipotecária dos EUA e as transformações do campo através da inovação financeira. O autor mostra como essa transformação foi impulsionada

²¹Desde a década de 2000, a financeirização tem aparecido em vários estudos na literatura (Van der Zwan, 2014; Fligstein & Goldstein, 2022). Embora seja muito discutida na economia heterodoxa (Epstein, 2005), ela é um dos muitos fenômenos financeiros para serem estudados na sociologia econômica (*e.g.*, Erturk, 2020; Do Carmo, Neto & Donadone, 2023) e sociologia das finanças (Carruthers & Kim, 2011).

pela necessidade de novos produtos, processos e organizações e inovação financeira e permitiu o “empacotamento” eficiente de hipotecas em títulos, tornando mais fácil para as instituições financeiras gerenciarem e venderem esses produtos.

Entretanto há ausência de pesquisas utilizando a perspectiva dos campos para explorar as narrativas sobre crise usando a inovação financeira. Apesar da contribuição de Fligstein (2021), são necessários mais estudos que busquem avaliar o papel das crises nos campos organizacionais e como as inovações financeiras podem ser uma alternativa para reorganização desses espaços.

Neste estudo, usamos o caso das Agências de classificação de Risco [ACRs] para trazer *insights* sobre como as inovações financeiras foram importantes para reconstruir a ordem no campo em crise. Esse foco é importante, porque a crise de legitimidade das ACRs se tornou relevante devido às falhas das próprias ACRs em prever a falências no mercado, sendo a crise do Subprime de 2008 o caso mais notável em que as ACRs estiveram imersas (White, 2009b).

Enquanto pesquisas focam no papel que as ACRs tiveram sobre as crises (White, 2009a; White, 2009b; Sinclair, 2010; Griffin & Tang, 2011; Carruthers, 2013) ou sobre os riscos sistêmicos que impõem ao mercado (Sangiorgi & Spatt, 2017; Stellinga, 2019), esta pesquisa busca resposta para a seguinte questão: Como as inovações financeiras operam como mecanismos de contenção para reorganizar a ordem do campo na crise? Assim, o objetivo principal da pesquisa é analisar o papel da inovação financeira como mecanismo fundamental para reestruturar a ordem e estabilidade do campo das ACRs. Seleccionamos para o estudo as duas maiores ACRs do mercado, sendo elas a Moody's e a S&P. Assim, de modo específico, o estudo busca: i) identificar e descrever as inovações financeiras das ACRs neste período e ii) analisar como as ACRs acionaram os mecanismos de contenção por meio da inovação financeira.

A pesquisa é de objetivo histórico-descritivo, abordagem qualitativa e foi estruturada por meio de dados secundários mediante uma pesquisa documental. Utilizando uma análise histórica (Mahoney, 2003), considerou-se um recorte temporal entre os anos de 2006 e 2011. Desta forma, foi analisado o período pré-crise (2006-2007), fundamentado pelo ápice das finanças estruturadas; o período de crise (2008-2009), fundamentado pela queda do mercado; e pós-crise (2010-2011) que representa um processo de recuperação e reestruturação do campo. Usando a técnica de análise de conteúdo, classificamos todas as inovações financeiras das ACRs nestes períodos, citando os motivos pelos quais foram criadas.

Este capítulo está estruturado em outras sete seções. Na segunda discorremos sobre a inovação financeira, os tipos de inovações e o foco da sociologia sobre o tema. Na seção 3, discorremos sobre a teoria de campos e como a criação de algumas inovações no mercado podem ser fundamentadas pela teoria de campos. Na seção, 4 fundamentamos a inovação financeira e

algumas perspectivas sobre crises. Na seção 5, descrevemos o método e as fontes de dados da pesquisa. Na seção 6, apresentamos os resultados da pesquisa. Na seção 7, as análises e discussões e na seção 8 as considerações finais.

2. A INOVAÇÃO FINANCEIRA

Urabe, Child e Kagono (1988) definem inovação como a geração de uma nova coisa a partir da geração de uma ideia e implementação de um novo produto, processo ou serviço. A inovação revolucionou as estruturas produtivas, causou ruptura na economia e trouxe diferenciação para as empresas (Mackay, et al., 2023). Para inovações financeiras, o conceito não difere desse objetivo, aliás, é tratado como o “ato de criar e depois popularizar novos instrumentos financeiros, bem como novas tecnologias financeiras, instituições e mercados” (Tufano, 2003, p. 310).

Tendências de mercados e novos instrumentos financeiros (Epstein, 2001; Krippner, 2005; Preda, 2007; Aalbers, 2015) são inovações financeiras amplamente utilizadas na análise de risco e opções de investimentos nos mercados. Essas inovações podem surgir a partir de necessidades, sejam elas para atrair investidores para o mercado ou para gerenciar riscos (Bodie & Brière, 2011; Sekhar & Gudimetla, 2013).

Com um vasto número de inovações financeiras no mercado, os estudos que normalmente tratam desse tema dividem-nas em categorias de classificação (Aderloni; Bongini, 2009; Schmidt, 2009): há inovações de processos (OCDE, 2006; Mottura, 2009; Simsek, 2013) que se refere às melhorias de transações de processamento, preços, títulos (Llewellyn, 2009); as inovação de produtos que incluem técnicas e instrumentos focados em mudanças de risco de crédito, novos contratos, formas de derivativos, títulos e agrupamentos de investimentos (Tufano, 2003; Llewellyn, 2009); há inovação de mudança ou transferência de risco, como os instrumentos de risco de crédito e taxas de juros relacionadas à contratos de garantia, segurança de crédito, securitização e derivativos de crédito como CDOs (Collateralised Debt Obligations) (Pilbeam, 2005; Llewellyn, 2009); há ferramentas tecnológicas ou metodológicas que aprimoram processos financeiros, como os instrumentos de análises (Wójcik-Czerniawska, 2023); há mercados caracterizados por organização como as definidas por novos produtos e processos (Rosa et al., 1999; Fligstein & McAdam, 2012; Fligstein, 2021) etc.

Em 1992, Llewellyn fez uma classificação da inovação financeira baseado nas inovações financeiras das instituições bancárias e as divide em 4 grupos: defensivas quando em resposta a mudanças políticas e regulatórias; agressivas quando se criam instrumentos ou novos produtos que acreditam poder ser comercializados com sucesso; responsivas quando novos instrumentos ou

serviços são desenvolvidos para atender a uma mudança nas exigências de carteira dos clientes; e protetivas quando adotam técnicas devido às restrições de sua própria carteira. Baseada na literatura e entidades internacionais, como Banco de Compensações Internacionais, Blach (2011) também elabora uma classificação mais detalhada das inovações financeiras. O Quadro 1 mostra a classificação de Blach.

Quadro 01

Critérios e classificação de inovações financeiras.

Critérios de classificação	Classificação
Fontes de inovações	Inovações orientadas pela oferta; Inovações impulsionadas pela demanda
Fatores que influenciam o processo de criação e implementação de inovações	Inovações impulsionadas por fatores externos; Inovações impulsionadas por fatores internos
Os motivos do uso das inovações financeiras	Inovações adaptativas; Inovações agressivas; Inovações defensivas; Inovações protetoras; Inovações responsivas
Os elementos do sistema financeiro onde as inovações ocorrem	Inovações no mercado financeiro; Inovações em instituições financeiras; Inovações em instrumentos financeiros; Inovações em regulamentos financeiros
Os tipos de inovações	Inovações de produtos; Inovações em processos; Inovações de mudança de riscos
O efeito da aplicação da inovação financeira	Inovações sustentáveis; Inovações nocivas
O momento da criação	Inovações ex-ante; Inovações ex post
Os ativos subjacentes	No caso de inovações de instrumentos; Inovações ligadas à dívida; Inovações ligadas ao ações

Fonte: Adaptado de Blach (2011)

Dessa classificação, 2 delas se destacam: i) Os motivos do uso das inovações financeiras e ii) os tipos de inovações. Isso porque os motivos do uso das inovações financeiras mostram razões pelos quais as inovações foram criadas, partindo do pressuposto de uma necessidade da própria organização, dos clientes ou do mercado. Já os tipos de inovação classificam-nas em inovações de produtos, processos e mudança de riscos que são classificações de abrangência geral e mais comum na literatura.

É desafiador classificar e enquadrar os diversos tipos de inovações (Khraisha & Arthur, 2018). Com o tempo, várias classificações baseadas em Llewellyn (1992) e Blach (2011) foram desenvolvidas, como a de Ionescu e Vilag (2015) que foca na classificação de inovações de transferência de riscos. Dentre as muitas mudanças do mercado, a inovação financeira tem como principal função, criar ou redefinir produtos, serviços, processos e formas organizacionais (Tufano, 2003; Llewellyn, 2009; Frame & White, 2004; Frame, Wall & White, 2018; Fligstein, 2021) e pode variar conforme o campo de atuação.

2.1 Inovação financeira e o foco da sociologia

A maioria dos estudos de inovação financeira são baseados na sociologia das finanças e inspirada nas ciências sociais (Engelen et al., 2016; Fligstein, 2021). Aliás, muitos dos achados sobre inovação financeira concentram-se na ideia de performatividade (Engelen et al., 2016). A performatividade sugere que as teorias e dispositivos econômicos podem moldar o mundo real e as práticas do mercado (Callon 1998; MacKenzie, 2006; Callon, 2007; Fourcade, 2007). Assim, uma gama de pesquisadores performativistas, como Mackenzie e Millo (2003), Marron (2007), Mackenzie (2006), Callon & Muniesa (2005), (Marron, 2007) tentam reforçar a ideia de que os dispositivos afetam a realidade dos mercados e da economia e muitas vezes ignorados pelos cientistas sociais (Muniesa, Millo & Callon, 2007). Alguns desses estudos, por exemplo, buscam entender os métodos, metodologias de risco de crédito, técnicas estatísticas e a capacidade que tem de tornar-se “verdadeiros ou institucionalizados” no mercado (Davis & Kim, 2015).

Os dispositivos, isto é, ferramentas e sistemas que ajudam criar e administrar os mercados para venda e compra de “coisas”, fazem parte de um conjunto maior da economia formado por agências, ações e processos (Muniesa, Millo & Callon, 2007). Essas inovações assentam-se nos conceitos de dispositivos métricos (Muniesa, Millo & Callon, 2007; Trueck & Rachev, 2009) porque configuram capacidades econômicas de cálculo e qualificam os objetos do mercado (Muniesa, Millo & Callon, 2007). Essa percepção calculista de “calculative devices” (Pedraza-Acosta & Mouritsen, 2018; Besedovsky, 2018) são baseadas, majoritariamente, no risco e no cálculo. Isso porque os cálculos podem descrever cenários e escolhas com base em opções pré-arranjadas, combinando julgamentos qualitativos e quantitativos (Callon & Muniesa, 2005).

A performatividade ganhou forças na sociologia econômica ao enfatizar o papel do conhecimento econômico na construção de realidades socioeconômicas (Aspers & Aspers, 2008), no entanto, tem enfrentado críticas de vários estudiosos. Primeiro, porque a performatividade parece surgir como uma alternativa da economia neoclássica para focar nos instrumentos financeiros (Mirowski & Nik-Khah, 2004); segundo porque esse modelo reduz o domínio prático das situações de incerteza a um cálculo racional (Bourdieu, 2005). De todo modo, consideram que a compreensão dos economistas sobre o mercado é falha, pois ignoram os aspectos sociais e simplificam tudo à realidade da teoria da ação racional (Bourdieu, 2005; Fourcade, 2007).

Os dispositivos permitem o crescimento e a maturidade do mercado (Velthuis, 2020), mas somente o uso da performatividade para entendê-los à estrutura social do mercado pode não ser suficiente. Fourcade (2007) sugere que performativistas ignoram as tecnologias de mercado nos conjuntos de condições sociais. Isso porque a performatividade ignora as dimensões políticas da mercantilização e as complexidades envolvidas na construção do mercado (Blok, 2011). Além

disso, a performatividade prioriza perspectivas centradas na economia, negligenciando fatores não econômicos e contextos de mercado mais amplos (Pellandini-Simányi, 2016).

Fourcade (2007) nota que as disciplinas da sociologia os mercados divergem entre si e uma alternativa seria tentar uma conexão entre elas. Para Fourcade (2007), no entanto, conectar as análises performativas à análise de campo é mais complexa, pois existe uma divergência ao considerar o papel dos atores na construção dos campos e relações sociais. A revisão de Fligstein (2021c) sobre a obra “Markets in the Making: Rethinking Competition, Goods, and Innovation” de Michael Callon, no entanto, traz algumas alternativas que podem ser favoráveis à análise das inovações financeiras, um campo explorado pela performatividade dentro da dimensão social do mercado aproximando-as às percepções da teoria de campos.

Fligstein (2021c) escreve que não se deve pensar na inovação apenas como um avanço tecnológico, mas o resultado de práticas profundamente enraizadas nas práticas e configurações do mercado. É uma forma de avaliar a predominância de processos coletivos que contribuem para inovação, um tipo de relação que considera as instituições redes sociais, uma visão que muito se alinha a de Callon sobre processos colaborativos entre empresas, consumidores e instituições. Para Fligstein (2021c) as próprias estruturas sociais competitivas influenciam a interação do mercado no nível mais amplo.

3 TEORIA DE CAMPOS

Bourdieu (1985; 1989; 2005) define o campo como um espaço onde representações e práticas sociais são voltadas para a construção de identidades e reprodução de valores de modo que se possa compreender a dinâmica e as relações de poder entre agentes e outros campos. Para Fligstein (2013), o campo se trata de uma ordenação hierárquica constituída por diferentes atores sociais, como grupos, indivíduos, empresas, movimentos sociais etc., que tem capacidade de modificar a estrutura e a dinâmica do campo.

As posições situam o conceito de campo como uma arena de lutas onde agentes conflitam e buscam manter ou alterar a dinâmica de poder por meio de recursos variados (Bourdieu, 2005). Isso acontece porque a posição relativa entre desafiantes e incumbentes no campo é constante e desigual (Bourdieu, 1997). Logo, essa análise ajuda a entender como os arranjos organizacionais dominantes reproduzem seu poder por meio de regras, recursos e habilidades (Fligstein, 2007), enquanto os dominados usam recursos para permanecer no campo (Fligstein, 2021).

A ação e os interesses dos atores também são importantes para a análise da estrutura do campo do mercado. Os atores do campo econômico trazem o *habitus* — ou quadros cognitivos

no sentido de Fligstein e McAdam (2012) — econômico como forma de relacionar suas ações futuras com base na experiência (Smelser & Swedberg, 2005). O habitus é um princípio gerador de estratégias capaz de reestruturar práticas, cálculos e ação racional (Garcia-Parpet, 2006). Ele proporciona um domínio prático em situações de incerteza onde o sujeito descobre a objetividade do mundo e aprende sobre o tempo (Bourdieu, 2005). Análise da relação entre as disposições são do conceito relacional, as disposições ou hábitos e das tomadas de posição são das escolhas dos agentes sociais (Bourdieu, 1996).

O habitus une os processos de nível micro e macro (Bourdieu, 1991 [1982]). Esse nível meso resultante é a interação que compreende a sociabilidade humana e a capacidade das ações estratégicas (Fligstein & McAdam, 2012). Esse nível é a base da teoria institucional em que a ação ocorre em ordens sociais e interação entre atores e conjunto de normas forma uma alternativa de compreender um espaço (Bourdieu & Wacquant, 1992).

Na teoria de Fligstein e McAdam (2007), eles fundamentam ainda mais visão mais voltada para habilidade social, isto é, como os atores sociais são importantes para construção e reprodução das ordens quando são criadas, sustentadas e transformadas ao longo do tempo (Fligstein, 1999; Fligstein, 2007). Fligstein explica que “a habilidade social funciona como uma microestrutura para compreender o que os atores fazem nos campos” (Fligstein, 2007, p. 69) e “pode ser definida como a capacidade de induzir a cooperação nos outros” (Ibidem, p. 67).

Por fim, pode-se notar que a relação existente entre as várias estratégias, o habitus que os indivíduos possuem e as ações realizadas pelos atores dentro do campo podem ser importantes para a análise da dinâmica da inovação financeira e teoria de campo.

3.1 Teoria de campos e inovação financeira

Embora questões conceituais sobre inovação financeira e teoria de campos possam ser complexas para o diálogo entre as abordagens (Fourcade, 2007), elas podem ser complementares para análise da dinâmica do espaço social. Assim, a primeira ideia que precisamos definir para estabelecer um diálogo entre teoria de campos e inovação financeira é a noção de “mercado como campo” (Fligstein, 2001; Baker, 1984; Bourdieu, 2005). Para a sociologia econômica, a formação deste espaço inclui, além do Estado e empresas (Fligstein, 2001), os atores, regras, capitais e ordens. É a estrutura necessária pelo qual as ferramentas e dispositivos emergem, moldam os mercados e se transformam.

A segunda ideia é de que os campos tendem a se transformar com o tempo e essas transformações acontecem à medida que a estrutura e as relações de forças se modificam (Fligstein,

2007). Isso porque os agentes do campo têm capacidade de criar e alterar o espaço por meio de suas atitudes (Bourdieu, 2005; Bourdieu, 2006). Assim, enquanto pela inovação financeira o estabelecimento de modelos e dispositivos revela ser um processo de integração complexo que exige adaptação às práticas do mercado (Callon, 2007), a teoria de campos pode explicar o processo de construção social, algo que muitas vezes falta nas contas de inovação de mercados que introduzem elementos de estrutura (Fligstein, 2021). A própria condição de um novo espaço social, criado por meio de movimentos e estratégias de atores podem trazer esclarecimentos relevantes sobre aquilo que se equipara à inovação.

Um campo mostra que diferentes atores estão em diferentes posições (desafiantes, incumbentes, Estado, etc) e em diferentes estágios de campo (emergência, estabilidade e transformação) que se relacionam por meio de diferentes ações e capitais. A ação dos atores no campo é a forma com que a estruturação dos campos acontece por meio de um processo de reprodução de práticas. Isso acontece porque algumas estratégias nos campos são determinadas por várias decisões associadas às posições na empresa ou imposição de interesses e decisões que depende de diferentes atores (Bourdieu, 2005). Por isso, muitos produtos são introduzidos endogenamente nas empresas (empresas como campos) por agentes econômicos, baseados na perspectiva do lucro (Simsek, 2011). Assim, muitas inovações são resultadas de indivíduos ou equipes na empresa que em posições opostas, tendem a entender os limites e evitar risco de exposição asseguradas pela inteligência organizacional (Engelen, et al., 2010).

Ao analisar essas práticas voltadas para criação e estabelecimento das inovações financeiras, é possível avaliar alguns casos no sistema financeiro, como o índice de ações (Stock Ticker). Criado em 1867 por Edward A. Calahan e reinventado eletronicamente em 1960, o índice moldou como os investidores viam e entendiam o mercado de ações (Preda, 2006). Essa tecnologia ajudou a manter a ordem social existente ao manter a diferença entre transações públicas e privadas e entre grupos com mais ou menos poder gerando confiança (Preda, 2006).

Sabe-se que produtos financeiros são menos radicais e atores-chave respondem às novas oportunidades e improvisam conhecimento e tecnologia existente (Engelen, et al., 2010). As pontuações do “credit bureau data” da década de 80, por exemplo, eram métodos avançados para criar pontuações de crédito mais complexos do que os primeiros scorecards tradicionais desenvolvidos pela Fair, Isaac Company no final dos anos 1950 (Poon, 2007). As ideias de William Fair e Earl Isaac que fundaram a Fair, Isaac & Company e criaram os primeiros scorecards de crédito, foram substituídas por novas formulações e sistemas criados por outros atores em resposta a um novo contexto financeiro. O sentido das ações e práticas formam um consenso no qual os

atores individuais e coletivos dão sentido em relação a eles mesmos e ao que os outros estão fazendo (Fligstein & McAdam, 2012).

Sobre a atuação do Estado, Fligstein & McAdam (2012) tocam sobre objetivos estratégicos, regras de campos modernos e como os governos fazem ser possível as novas formas de ação, inovação, formalização e institucionalização de regras que afetam o campo. Mesmo inferidos por uma complexidade de fatores, o Estado tem capacidade de garantir que regras do mercado sejam seguidas e que eles funcionem (MacKenzie & Millo, 2003).

Um exemplo da atuação do Estado sobre a inovação financeira aconteceu na década de 90 quando as decisões do governo dos EUA ajudaram no estabelecimento do sistema FICO²² (Fair, Isaac & Company) de pontuação de risco em sistemas automatizados de subscrição (Poon, 2009). O sistema, além de ter sido usado pelas agências do governo, tornou-se uma ferramenta fundamental no setor financeiro e afetou os empréstimos que eram concedidos e administrados (Poon, 2009). Essa ação aconteceu porque o Estado influenciou o comportamento do mercado ao adotar modelos econômicos em regulamentações e, também, ao usar esses modelos para descobrir como manter os mercados funcionando sem problemas (MacKenzie, 2006).

O Estado, no entanto, assim como tem capacidade de ajudar também pode complicar o processo de novos produtos financeiros (Merton, 1995). A introdução do Modelo Black-Scholes, por exemplo, além das barreiras históricas e culturais como referências aos excessos especulativos no início do século XX, também enfrentava autoridade e barreiras legais promovidas por reguladores formais como a SEC para sua implementação (MacKenzie & Millo, 2003). As normas e as regulamentações são decisivas para o ordenamento dos campos, mas é importante notar que nem todas as ações dos campos estatais são positivas, pois muitas vezes as crises são causadas por ações “intencionais” ou “não intencionais” dos governos (Fligstein & McAdam, 2012).

Embora o Estado seja um campo altamente poderoso - detentor de todos os tipos de capitais (Bourdieu, Wacquant e Farage, 1994) -, pesquisadores (e.g., Fligstein, 2001; North, 1991) tem mostrado que campos não-estatais poderosos tem capacidade de impor limites à sua atuação. Em uma nova fase de campo, por exemplo, os dominantes podem usar seu capital para exercer pressões sobre o Estado para conseguir modificações a seu favor (Bourdieu, 2005; Fligstein, 2021).

3.2 Inovações, crises e campos

²²O modelo de pontuação de crédito era usado para dividir o mercado hipotecário em prime para empréstimos seguros e subprime para empréstimos arriscados (Poon, 2009)

Na teoria de campos há duas forças importantes sobre análise da transformação e crises do campo: primeiro mostra que algumas das maiores fontes de transformações dos campos são episódios de conflitos e mudanças em curso causados por choques exógenos (Fligstein & McAdam, 2012). Esses choques são forças desestabilizadoras que causam rupturas e disputas e podem ser causados por eventos externos ou influência de outros campos.

Segundo que as crises também podem surgir a partir da dinâmica interna dos próprios campos. Nestes campos, as crises causadas por eventos “endógenos” podem explicar as disputas de reprodução de privilégios e novas formas de ação estratégica no seu estado mais profundo. Isso porque nem tudo decorre do que acontece externamente, mas às vezes da própria lógica do campo (Bourdieu, 1983). Essas “crises endógenas” são provenientes de rupturas internas, como disputas rotineiras por vantagens e relações da dinâmica rotineira do campo (Fligstein & McAdam, 2012).

A dinâmica interna dos campos, amplamente difundida pelos atores, abre oportunidades mais amplos para explorar a complexidade entre crise e mercado. Essa concepção de que choques exógenos e a dinâmica endógena condicionam crises é observável em outras teorias que buscam explicar esses fenômenos. Na economia política, a Hipótese da Instabilidade Financeira [HIF] proposta por Minsky (1982; 1986), por exemplo, é uma abordagem difundida na literatura para interpretar como as crises são eventos cíclicos contrapostos à estabilidade duradoura dos mercados financeiros. A hipótese variante da economia pós-keynesiana (Minsky, 1978), é uma abordagem importante para interpretar como a própria crise tem capacidade de reconstruir ordem.

Minsky (1982) escreve que a teoria econômica padrão de Keynes no livro *The General Theory* não examina a possibilidade de que possa haver “forças endógenas” em uma economia capitalista. Essa dinâmica interna, segundo Minsky (1982), sugere que as forças ocorrem devido à forma com que os preços dos ativos de capitais são determinados ou como são posicionados. Uma análise importante da HIF é a construção histórica de análise da narrativa pelo qual a dinâmica interna e externa do mercado vai criando alternativas para contornar as crises. As análises de Minsky mostram como as crises levam os sistemas financeiros a serem mais ordenados e estáveis, expondo fraquezas e estimulando ações corretivas e incentivando ajustes estratégicos. Isso porque os problemas institucionais evidenciados nas crises revelam fragilidades que até então não eram aparentes o que permite a correção de erros e tornando o sistema financeiro mais estável (Minsky, 1970).

Assim como Minsky (1970), Fligstein (2021b) narra e revela questões e respostas de natureza sistêmica para superação da crise de 2008. Além da intervenção governamental que ajudou na recuperação dos bancos, há também uma compreensão de falhas sistêmicas identificadas no processo de integração vertical e dependência dos bancos sobre produtos estruturados (MBSs e

CDOs). Para o autor, esses problemas foram resolvidos através de estratégias e novas formas de avaliação de risco.

Além disso, o senso dos atores do mercado também é importante para análise da estrutura do campo e para compreender como as crises são superadas. A percepção de crises inerentemente opostas à condição estável de um campo abrange aspectos muitos mais profundos do que riscos e incertezas. Por isso, o surgimento da literatura de finanças comportamentais forneceu um suporte empírico para a HIF endógena de Minsky como a compreensão de distorções entre agentes e o risco moral (Veneroso, 2018). A incerteza é um fator-chave na teoria econômica tradicional (Minsky, 1970). Assim, Minsky (2008) identificou que Keynes buscava entender como as pessoas tomavam decisões quando não tinham certeza e quando os números exatos não podiam ser fornecidos; logo, as decisões usavam “probabilidades subjetivas”²³, isto é, suposições do que poderia mudar rapidamente porque os dados eram baseados em informações limitadas.

Na teoria de Campos de ação estratégica de Fligstein e McAdam (2012), uma percepção importante das crises é que elas também evidenciam novas formas de ação estratégica. Os episódios de contenção, isto é, formas inovadoras de ações e de mobilização (McAdam, 2007) são realizadas pelos atores com objetivo de buscar a estabilidade do campo. Assim, Fligstein (2021b) mostra as narrativas das crises e como elas são superadas por meio de atores e ações estratégicas. Os atores são o núcleo da teoria, pois são eles que buscam entender como trabalham para obter cooperações com os grupos do mesmo campo e, também, de outros no qual constituem o campo (Fligstein, 2007).

Outra estratégia de reposição de ordem é o controle regulatório. Minsky (1992) sugere que os ciclos de negócios são influenciados por choques externos e pela própria dinâmica interna de economias capitalistas sustentadas por intervenções regulatórias destinadas a manter a estabilidade econômica. Especificamente, Minsky (1970) sugere que a supervisão regulatória é essencial para manter a ordem e a estabilidade no sistema financeiro. Normalmente esse controle é exercido por estados regulatórios ou agências para promover regras gerais no mercado (Fligstein, 1996). Mas há conflitos nessa relação, pois se um número de desafiadores se torna muito poderosos, eles podem rejeitar autoridade do Estado e se muitos desafiadores exigirem o fim do apoio aos incumbentes, podem questionar o Estado, o que pode levar a crise de legitimidade de alguns campos estatais (Fligstein e McAdam, 2012).

²³Um estudo sobre as habilidades dos Traders no mercado (Widick, 2003), por exemplo, revela que além da percepção consciente dos atores, suas ações são moldadas por fatores psicológicos mais profundos influenciam a forma com que eles percebem e agem nos negócios; essa experiência prática os ajuda a entender o mercado e como podem desenvolver suas habilidades (Widick, 2003).

Essa percepção mostra que o Estado tem limitações sobre a dinâmica interna das economias capitalistas. Dunn (2023), ao analisar HIF de Minsky, destaca suas limitações sobre o Estado e sugere que embora tenha poder ativo sobre o capitalismo e suas forças desestabilizadoras, não tem capacidade de resolver contradições implícitas, o que pode aumentar a instabilidade e as crises de longo prazo. Na verdade, mudanças em regras são algumas das fontes de crise e, muitas vezes podem ser ocasionadas intencionalmente ou não pelo Estado (Fligstein & McAdam, 2012).

Na teoria de campos ainda há destaque para as UGIs que são organizações importantes para mostrar o processo de reestruturação de ordem de um campo e promover perspectivas importantes, como: correção de erros institucionais e controle regulatório. Fligstein e McAdam (2012) chamam as UGIs de “árbitros neutros” que normalmente são criados na emergência de um campo ou em tempos de crise.

As UGI's são organizações formais criadas dentro dos campos e têm capacidade de garantir a estabilidade podendo atuar, concomitantemente, dentro e fora do campo (Fligstein & McAdam, 2012). Para os autores, as UGIs têm funções administrativas, comunicativas, reguladoras e certificadoras capazes de criar estruturas para definir um tipo de autoridade, tomar e prescrever decisões. Com interação rotineira externa entre campos estatais, tem capacidade também de conter o poder de um ou mais titulares, criando um campo de disputa equilibrado.

4 INOVAÇÃO FINANCEIRA E CRISE

As inovações financeiras são cruciais para entender as transformações do campo do mercado. Sabe-se que muitas ferramentas são desenvolvidas para facilitar e obter informações sobre os preços, as opções, os títulos, e melhorar as estratégias de decisão. A literatura acadêmica, no entanto, indica que as inovações financeiras têm dupla funcionalidade: i) eficiência e estabilidade e ii) complexidade e crise.

Primeiramente, partindo do pressuposto de Llewellyn (2009), as inovações financeiras têm a finalidade de promover a eficiência e a estabilidade. Para além, autores como Kalthoff (2005), Hamilton, Jenkinson e Penalver (2007), Hernandez, Liu e Shao (2018) também defendem que as inovações financeiras resultam em mudanças mais eficientes e competitivas no sistema financeiro e baseiam-se no pressuposto de que os avanços tecnológicos facilitaram a avaliação de novos produtos (Hamilton, Jenkinson & Penalver, 2007; Davis, & Kim, 2015).

O desenvolvimento de inovações financeiras pode ser visto como respostas às crises financeiras que no crescimento da complexidade do mercado e na temporalidade do estado estável, podem condicionar reposicionamento. No esboço histórico, Lengwiler (2016) destaca sobre os

fundamentos matemáticos evidentes na década de 50 quando matemáticos e atuários da economia buscavam compreender a complexidade excessivamente alta do mercado. Na década de 70, o método promissor de Black, Scholes e Merton (baseado na teoria não-arbitragem) foi importante para o “boom” dos mercados (especialmente Chicago Board Options Exchange - CBOE) de derivativos na década de 80, ajudou o campo das finanças matemáticas e, conseqüentemente, foi importante para o crescimento da securitização (Ibidem).

Por outro lado, as inovações financeiras podem contribuir para a instabilidade financeira, pois um grande catálogo de inovações traz propensões à riscos sistêmicos (Laurent, 2007). Isso fica evidente quando a literatura (e.g., Hamilton, Jenkinson & Penalver, 2007; Callon, 2007; MacKenzie, 2008) mostra vários casos de crises relacionadas à inovação financeira. Ao explorar o impacto das teorias financeiras, por exemplo, MacKenzie (2008) discorre que elas moldaram os mercados e estiveram associadas à crise do mercado de ações em 1987 e aos problemas da gestão de capital de longo prazo em 1998. No estudo, MacKenzie (2008) justifica que a estrutura de negociações e avaliações de produtos financeiros complexos foram um dos motivos para que se desencadeassem essas crises.

A análise da crise de crédito de 2008 por MacKenzie (2011) revelou que a complexidade de ferramentas de avaliação de risco, avaliadas de diferentes formas, afetaram o valor do risco percebido. É um problema que se repete ao longo dos anos, pois do mesmo modo, ao estudar a institucionalização do sistema de pontuação FICO (Fair, Isaac & Company), Poon (2007) já identificava que diferentes configurações de *scorecards* geravam efeitos socioeconômicos variados no cálculo do risco.

Os debates sobre os impactos das inovações financeiras se intensificaram após a crise 2008 quando pesquisadores de várias áreas começaram investigar o papel das inovações. Atualmente, a securitização do mercado hipotecário americano se tornou o melhor caso para mostrar como a inovação financeira pode causar respostas adversas no mercado. A dinâmica desse processo mostrava como a securitização de produtos complexos era negociada a altas taxas e as ferramentas de classificação de risco de crédito que não conseguiam absorver a volatilidade dos ativos (Aalbers, Engelen & Glasmacher, 2011). A complexidade referente à criação de produtos, processos e gestão de riscos do caso foram questões cruciais para preocupar-se sobre a sustentabilidade das finanças.

Por fim, a literatura acadêmica fornece evidências de que as inovações financeiras possuem dupla funcionalidade em que, por um lado, contribuem para a eficiência e estabilidade nos sistemas financeiros, enquanto, por outro lado, introduzem um nível de complexidade que pode precipitar crises financeiras. A análise dessas dimensões é importante para as crises e como, frequentemente podem estar associadas a institucionalização das inovações financeiras no mercado.

5 MÉTODO

A pesquisa é de objetivo descritivo (Cooper & Schindler, 2004) com abordagem qualitativa. Além disso, é um tipo de pesquisa documental (Cellard, 2008), cujo procedimento é muitas vezes empregado em pesquisas descritivas, exploratórias e retrospectivas. Os dados secundários foram coletados nos sites das próprias ACRs e fontes de agências estatais, como Securities And Exchange Commission (SEC) e Office of Credit Ratings (OCR).

Utilizando uma análise histórica (Mahoney, 2003) considerou-se um recorte temporal entre os anos de 2006 e 2011. O recorte remonta o caso da crise do Subprime de 2008, a mais notável recente crise do mercado em que as ACRs estavam imersas e passaram pelo mais forte julgamento público e político (White, 2009b). Para análise das inovações financeiras orientamos a coleta de dados abordando os fatores que influenciam o processo de inovação das ACRs. Para isso, foram consideradas duas categorias de inovação proposta por Llewellyn (1992); Cavanna (1992) e Blach (2011), sendo elas: i) motivos do uso das inovações financeiras e ii) os tipos de inovações.

Quadro 2

Categorias de inovações financeiras

Motivos do uso das inovações financeiras	Tipos de inovações
1. Inovações adaptativas: produtos financeiros que buscam responder às novas tendências do mercado.	1. Produtos
2. Inovações defensivas: ocorrem em resposta a mudanças políticas e regulatórias.	2. Processos
3. Inovações responsivas: desenvolvidas para atender a uma mudança nos requisitos de portfólio dos clientes.	3. Serviços
4. Inovações protetoras: quando as instituições adotam técnicas devido às restrições de seu próprio produto/mercado/carteira.	4. Ferramentas
	5. Mercados

Fonte: Adaptado de Llewellyn (1992); Cavanna (1992); Rosa et al., (1999); Tufano (2003); OCDE (2006); Frame & White (2004); Llewellyn (2009); Mottura (2009); Bongini (2009); Schmidt (2009); Blach (2011); Ionescu & Vilag (2015); Frame, Wall & White (2018); Fligstein (2021).

A categoria mais importante, chamada de “motivos do uso das inovações financeiras”, indica que as inovações podem ter surgido das necessidades internas ou externas, como as próprias imperfeições do mercado, ambiente dos negócios quanto necessidades e objetivos da organização (Blach, 2011).

Uma análise de conteúdo dos documentos foi realizada para categorizar as inovações financeiras. A análise de conteúdo é um método empírico de natureza sistemática cujo resultado pode ser um processamento estruturado de classificação (Bardin, 2011). Como as inovações financeiras são difíceis de categorizar e variam de setor, houve necessidade de criar um quadro conceitual para realizar categorização das inovações das ACRs.

Quadro 3

Categorias de inovações financeiras

Inovação Financeira	Categorias
Produtos	1) Softwares (Softwares) 2) Sistema Web (Sistemas que englobam serviços, com plataformas de trabalhos que se integram com outros sistemas, plataformas e softwares) 3) Plataformas de Dados (Estrutura robusta de combinação de dados financeiros) e 4) Sistemas de Dados Analíticos (Sistema com disponibilidades de dados tratados, acumulados e disponíveis para análises comparativas).
Ferramentas	1 Metodologias de avaliação (não necessariamente instrumento de avaliação – inclui procedimentos e diretrizes padronizados de avaliação); 2 Instrumentos de avaliação (Ex: ScoreCards, Instrumentos de medição, avaliação, comparação, tempo real); e 2 Funcionalidades (Botões, acessos, critérios em ferramentas etc., geralmente disponíveis em Softwares e sistemas de dados analíticos)
Serviços	1 Tecnologias de Serviços (Descoberta de preços e serviços de preços observados, como Índices e previsões de desempenho); 2 Sistemas ou grupos de análises qualitativas (Comitês de avaliação, sistemas interativos de análises comparativas, informações tratadas); 3 Análises e comparação de dados (Não inclui comitês (pessoas), apenas dados tratados pelos sistemas); 4 Recursos para disponibilidade de informações (oferta conjunta de serviços, como treinamentos, provedores, etc., geralmente por meio dos próprios sistemas).

Fonte: Dados originais da pesquisa (2025).

Nota. Não houve no período, dados significativos para processos e mercados enquanto inovações.

Para cada inovação identificada, considerou-se os motivos que incentivaram o desenvolvimento ou aquisição das inovações financeiras (e.g., adaptativas; defensivas; responsivas; protetoras) e os tipos de inovações, conforme Quadro 2. Devido as restrições de acesso às informações das ACRs, não foi possível elencar se as ACRs criaram ou adquiriram as inovações financeiras.

Inicialmente, a categorização se deu por meio das categorias maiores de inovações financeiras, sendo elas produtos, ferramentas, serviços, processos e mercados. A categorização menor das inovações (Softwares, Sistema Web, Plataformas de Dados etc.) se deu por meio da padronização dos conceitos dado pelas próprias ACRs. As inovações que se encaixavam no mesmo conceito eram organizadas na categoria e quando outras categorias surgiam, novos conceitos eram adicionados e um nova reorganização de inovações era realizada.

6. RESULTADOS

6.1 As inovações financeiras das ACRs e o ápice do mercado de finanças estruturadas

A expansão do mercado global de dívidas (Kudinova, 2023) criou oportunidades para o mercado de classificação de risco. O crescimento das finanças estruturadas, um nicho muito

restrito, tornava-se um elemento muito importante para os mercados de renda fixa e ampliava as oportunidades para inovação financeira nos mercados de capitais.

O crescimento da cultura de crédito e estabelecimento da solvência foram importantes para os investidores do mercado e para o desenvolvimento das ACRs. Essa construção é resultado da eficácia de suas avaliações de solvabilidade que conquistaram a confiança dos investidores (Malewska, 2019) em vários campos do mercado. Em 2006, o crescimento das ACRs nos EUA já era majoritariamente impulsionado pelo ápice dessas finanças (FCIC, 2011)²⁴. Mas o ápice dessas finanças também significava o da previsibilidade da crise uma vez que os bancos estavam fazendo muitos empréstimos imobiliários arriscados (Fligstein & Goldstein, 2011).

No auge da bolha de securitização, em 2006, havia uma ampla variedade de produtos securitizados conhecidos como “sopa de letras” (Buchanan, 2017). Alguns exemplos incluíam os Collateralized mortgage obligations [CMO], Mortgage-backed securities [MBS], Collateralized debt obligations [CDO], Commercial mortgage-backed securities [CMBS], Collateralized Loan Obligations [CLO], etc. As inovações de engenharia financeira e surgimento de instrumentos financeiros exóticos e altamente complexos (Fligstein & Goldstein, 2011) faziam com que esses produtos fossem criados e avaliados de acordo com diferentes níveis de risco. Assim, as ACRs buscam acompanhar essas inovações e investiam no desenvolvimento de ferramentas para impulsionar seus produtos (Sinclair, 2005 [2018]). Além disso, buscavam melhorar e criar seus próprios sistemas com regras que incentivavam as empresas a melhorarem sua saúde financeira e suas classificações (Delimatsis, 2013).

A inovação financeira das ACRs foi responsável por expandir produtos financeiros complexos e inovadores no mercado de capitais e estimulou a necessidade de notação de crédito (Langohr & Langohr, 2010). Com o crescimento das práticas quantitativas, as ACRs introduziram uma vasta gama de títulos como derivativos e finanças estruturadas²⁵ para elas mesmas avaliarem (Sinclair, 2010). Contudo, o aumento da securitização criou ativos não transparentes e as classificações de créditos criados pelas ACRs já não eram consistentes para analisar toda a volatilidade dos ativos dos mercados (Aalbers, Engelen, Glasmacher, 2011). Autores como Paudyn (2014) acreditam que seus modelos de risco de crédito não são suficientes para identificar os efeitos e inconsistências das análises. Para o autor, além dos dados estatísticos e cálculos empregados, há questionamentos de distribuição e probabilidade a todo o grau de imprecisão.

²⁴ Somente produtos não tradicionais passaram de 98 bilhões em 2002 para 420 bilhões em 2006 (Chernenko, Hanson & Sunderam, 2014).

²⁵ Inovações sobre classificações estruturadas são a base da securitização e de títulos estruturados complexos (Besedovsky, 2018). Produtos, como RMBS/CMBS, ABCP, CRE, CLOs, ABS, ABCP, VRDOs, TOBs e CDO e derivados são alguns exemplos. A inovação associada à securitização é uma forma preeminente de transferência de risco, pois ela quantifica ativos, riscos e define preços baseados na calculação (LengWiler, 2016).

A previsibilidade da crise fez com que as ACRs decidiram, por unanimidade, elaborar um novo código de conduta mais consistente ao Código de Conduta da Organização das Comissões de Valores Mobiliários [IOSCO] lançado em 2004. Em 2006, a S&P publicou um código com novas práticas que enfatizava a independência de seus analistas destacando que eles não eram compensados com base no número de negócios avaliados e negociação de honorários, assim como sugeria o Código da IOSCO. Enquanto isso, o novo código de conduta da Moody's Investors Service, antes publicado em 2005, foi atualizado em 2007 substituindo com novos requisitos e implementado, consistentemente, os fundamentos internacionais do IOSCO focado, sobretudo, na transparência dos seus processos de notação.

A atuação das Agências começava entrar nos debates acadêmicos e econômicos devido ao potencial problema de suas avaliações imprecisas sobre risco de crédito e a notória dependência delas no mercado sobre produtos securitizados (Buchanan, 2017). Para resolver o problema, a SEC propôs em 2007 a abertura do mercado de Ratings permitindo o registro oficial de outras avaliadoras de crédito como NRSROs. Neste mesmo ano, apenas as três NRSROs Fitch, Moody's e S&P emitiam cerca de 99% dos ratings no mundo.

A Comissão da SEC recebeu a aplicação de 10 avaliadoras de risco para serem registradas como NRSROs, sendo elas: A.M. Best Company, Inc. ("A.M. Best"); DBRS Ltd. ("DBRS"); Fitch, Inc. ("Fitch"); Japan Credit Rating Agency, Ltd. ("JCR"); Moody's Investor Services, Inc. ("Moody's"); Rating and Investment Information, Inc. ("R&I"); Standard & Poor's Rating Services ("S&P"); Egan-Jones Rating Company ("EJR"); LACE Financial Corp. ("LACE") e; Realpoint LLC ("Realpoint"). A S&P, Fitch e Moody's se aplicam voluntariamente de novo para pertencer às NRSROs, sendo a SEC responsável por monitorar e aplicar sanções a seus atos enquanto participantes deste seleto grupo.

Embora houvesse a evidência de uma crise iminente, as ACRs investiram em inovações financeiras para atender um mercado ainda existente e melhorar seus processos de avaliação. Como sempre, a inovação financeira era uma fonte de oportunidade para as ACRs (Langohr & Langohr, 2010), pois elas são engenheiras financeiras que orientam o projeto, montagem de produtos e estruturas de capital (Poon, 2012).

As inovações financeiras das ACRs surgiram, na maioria das vezes, da aquisição de fornecedores de tecnologia financeira, softwares e ferramentas. A implementação dessas inovações englobava a associação tecnológica e permitia a introdução de novos avanços nas finanças. O Quadro 04 mostra as inovações financeiras das ACRs entre os anos de 2006 e 2007.

Quadro 04

Inovações financeiras entre 2006 e 2007: Moody's e S&P

ACR	Inovação	Ano	Tipo	Finalidade
Moody's	Market Implied Ratings	2006	Ferramenta	Adaptativa
	LGD Assessments	2006	Ferramenta	Responsiva
	Hedge Fund Operations Quality (OQ)	2006	Serviço	Responsiva/Protetora
	Moody's Financial Metrics for Corp	2006	Ferramenta	Protetora
	Wall Street Analytics – Aquisição	2006	Produto	Protetora
	Covenant Quality Assessments	2006	Produto	Adaptativa
	Estimated Default Frequency (EDF)	2006	Ferramenta	Protetora
	Credit Values	2007	Serviço	Protetora
	Credit Values DCV	2007	Ferramenta	Adaptativa
	Discounted Cashflow Valuations (DCV)	2007	Serviço	Responsiva
	RiskFrontier	2007	Produto	Defensiva
ACR	Inovação	Ano	Tipo	Finalidade
S&P	2 Famílias de Índices S&P	2006	Serviço	Adaptativa
	Constant Proportion Debt Obligations	2006	Ferramenta	Adaptativa
	Swap Risk Ratings	2006	Serviço	Responsiva
	5 Família de Índices S&P	2007	Serviço	Adaptativa
	Financial Management Assessment (2007)	2007	Ferramenta	Responsiva
	Tenants-In-Common	2007	Serviço	Responsiva
	CDO Evaluator Engine	2007	Ferramenta	Adaptativa
	Small Business Portfolio Evaluator	2007	Ferramenta	Adaptativa
	Ratings Review Triggers	2007	Ferramenta	Protetora
	LEVELS Austrália	2007	Ferramenta	Adaptativa
	Recovery ratings	2007	Serviço	Responsiva
	ABSXchange	2007	Serviço/Ferramenta	Responsiva
	Analytics-on-Demand	2007	Produto	Protetora
	IMAKE Consulting	2007	Produto	Responsiva
	WokFlow Portal	2007	Serviço	Responsiva
ClariFI(TM) (Pro)	2007	Serviço/Produto	Responsiva	
CDO Suite	2007	Serviço	Adaptativa	

Fonte: Dados originais da pesquisa (2025)

Em 2006 as ACRs lançaram ao todo 10 inovações financeiras. Dessas, sete foram lançadas pela Moody's com foco em produtos e ferramentas diversificados de finalidade adaptativa, protetora e responsiva. O foco dessas inovações ainda era muito diverso, mas consistia em atender o mercado de finanças estruturadas. Enquanto isso, a S&P lançava apenas 3 inovações, sendo duas delas de serviços. Embora detivesse uma abundância de produtos avaliados, a S&P não investia muito em ferramentas de avaliação neste período, pois o foco já estava centrado nos serviços de Índices.

A Moody's estava mais engajada em atender ao mercado de produtos securitizados do que a S&P. Exemplo disso é que por meio do Grupo de Novos Produtos de Finanças Estruturadas,

comprou em 2006 a Wall Street Analytics, uma das aquisições mais importantes da empresa. Tratava-se de uma empresa de modelagem e desenvolvimento de software voltado para o mercado de finanças estruturadas e, mais especificamente, para avaliação de Collateralized mortgage obligations [CMO] e Mortgage-Backed Securities [MBS]. Embora tenha sido uma aquisição, o Wall Street Analytics foi integrado à plataforma Moody's Structured Finance criando uma ferramenta poderosa para automatizar análises com fornecimento de dados sobre empresas classificadas, permitindo que os clientes também pudessem acessar e comparar avaliações de crédito.

Grupo de Novos Produtos de Finanças Estruturadas foi um grupo importante criado pela Moody's para lidar com a complexidade dos produtos financeiros que estavam sendo negociados no mercado no ano de 2005. O grupo também tinha função de lidar com a concorrência contra as outras agências, além de ser responsável por conquistar novos clientes inclusive instituições financeiras.

O Quadro 04 também mostra a relevância para serviço de índices da S&P que em 2006 expandiu o número de serviços de índices que começou ainda em 1993 com o lançamento do S&P 500 SPDR (Standard & Poor's Depositary Receipts), o primeiro índice mundial. Era um serviço inovador e, ao mesmo tempo, rentável. Em 2006, por exemplo, os índices da S&P geraram um total de ativos que superavam o valor de US\$ 1,45 trilhão (S&P, 2006).

Em 2007 o mercado de dívidas classificadas era exorbitantemente alto. Neste período, somente nos Estados Unidos, este mercado atingia US\$ 3,1 trilhões (FCIC, 2011). Diferente do que acontecia entre 2005 e 2006, os títulos lastreados eram rebaixados reduzindo a confiança dos investidores e, também, das ferramentas de classificação das ACRs. A crise no mercado e no campo das ACRs se intensificaram quando seus CEOs, Raymond McDaniel da Moody's e Harold W McGraw III da S&P, começaram a serem intimados formalmente por autoridades estaduais e governamentais dos Estados Unidos. Embora se negassem a reconhecer tais eventos nos relatórios, justificavam que os litígios em relação à confiança das agências sempre ocorreram.

Em setembro de 2007, em depoimento ao Comitê do Senado dos Estados Unidos sobre assuntos bancários, Vickie A. Tillman, Vice-Presidente Executiva de Serviços de Mercado de Crédito da Standard & Poor's Ratings Services ("S&P") defendia o forte histórico da S&P de avaliar solvabilidade e o papel crucial das ACRs nos mercados financeiros, enfatizando o rigor e a imparcialidade da S&P na avaliação da credibilidade. Mais precisamente, Vickie A. Tillman reafirmou: “nossa reputação é o nosso negócio e, quando ela é questionada, nós ouvimos, aprendemos e melhoramos... Aprendemos lições difíceis com as dificuldades recentes na área de hipotecas subprime” (S&P, 2007).

Em 2007, a S&P lançava mais quatorze inovações financeiras enquanto a Moody's lançava apenas quatro. A maioria das inovações da S&P eram ferramentas e serviços com finalidade adaptativa para atender as tendências do mercado ou responsivas para atender os requisitos dos clientes. Algumas ferramentas e serviços, como CDO Evaluator Engine, CDO Suite, LEVELS Australia serviam para aumentar a confiabilidade de avaliação dos CDOs que já apresentavam muita sensibilidade. Além disso, a S&P criou mais 5 famílias de índices no mercado. Esses serviços tornavam os Fundos Negociados em Bolsas (ETFs) populares no mercado de ações ao redor do mundo, liderados especificamente pelo SPDR S&P 500 ETF em 2007.

Enquanto isso, em 2007, a Moody's investia em inovação financeira de instrumentos sensíveis para avaliar, principalmente as finanças estruturadas. As pontuações "V" lançadas pela Moody's classificavam as transações financeiras estruturadas pelo seu potencial de mudanças significativas na classificação devido à incerteza em torno das informações. A primeira inovação defensiva de 2007 foi a RiskFrontier proposta pela Moody's para realizar o monitoramento de risco no nível internacional, especialmente aqueles atrelados aos bancos globais. Contudo, a ferramenta buscava atender os requisitos regulatórios internacionais do Acordo de Basileia II, divulgado ainda em 2004.

Com a crise em evidência, a ACR respondia ao mercado que iria melhorar a qualidade do seu trabalho com a criação de metodologias para atender aos requisitos do mercado e evolução das finanças. A inovação de variáveis quantitativas das ACRs é conhecida por seus valores numéricos e atributos mensuráveis que desempenham um papel fundamental na estruturação do mercado. Suas ferramentas de mensuração tornam fenômenos qualitativos comparáveis entre si, por meio de métricas quantitativas e de cálculos associadas aos novos dispositivos modernos (Besedovsky, 2018).

Em suma, o Quadro 04 mostra que a maioria das inovações financeiras das ACRs eram mistas e os analistas e engenheiros financeiros das ACRs revisaram metodologias e investiam na aquisição e lançamento de ferramentas para atender a demanda do mercado de títulos securitizados. Além disso, ainda se destacava as inovações "Responsivas" para atender os requisitos dos clientes. Concomitantemente, as ferramentas, produtos e serviços buscam facilitar a classificação e avaliação de risco do mercado das finanças estruturadas enquanto provia um certo nível de requisito segurança para eles em suas transações. Mas, de modo geral, as restrições impostas pelas normas e códigos de segurança de agências estatais, instituições de governança do mercado e a pressão dos investidores, ainda não causavam impactos sobre a conduta das ACRs a ponto de as mesmas focarem em inovações defensivas, cujo objetivo é responder a mudanças políticas e regulatórias.

6.2 A Crise das ACRs

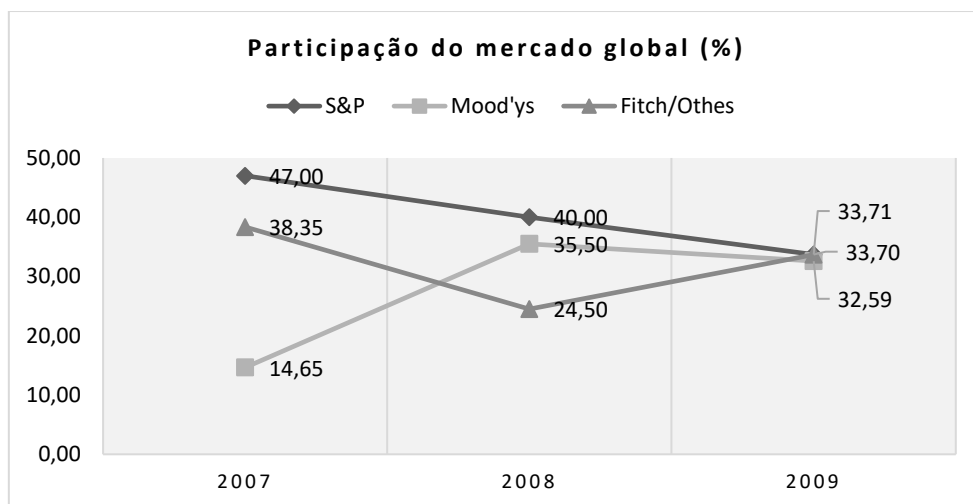
Em 2008, inúmeras denúncias, inclusive coletivas eram movidas por acionistas contra os diretores e executivos sêniores das ACRs, afirmando suposta divulgação de informações falsas, práticas falhas de classificação e procedimentos de controle interno. Do mesmo modo, os ministros de finanças e gestores de Bancos Centrais do G-7 e do G-20 solicitaram que o Fórum de Estabilidade Financeira [FSF] analisassem as causas da crise financeira e colocassem o papel e o uso da classificação de crédito como uma das áreas de análise.

Em 2008 a SEC divulgou um relatório sobre as ACRs com foco em RMBS e CDOs, onde enquadrou três categorias de problemas sobre a crise: políticas sobre potenciais conflitos de interesses; recursos e alocação de recursos; documentação sobre políticas e procedimentos e aumento da transparência (SEC, 2008, Moody's, 2008). A SEC destacou que “o desempenho das ACRs para estes produtos financeiros estruturados levantou questões sobre a precisão de suas classificações de crédito em geral, assim como a integridade do processo de classificação como um todo” (SEC.IIa, 2008, p. 02). Isso porque embora houvesse uma perspectiva de crise iminente, as ACRs não estavam fixando suas classificações de títulos relacionados às hipotecas, algo que só fez após questionamentos dos investidores (Fligstein & Goldstein, 2011).

Contudo, a SEC também justificava que havia complexidade no número e na avaliação de RMBS e CDO, logo, as ACRs também tinham dificuldades de enfrentar tal crescimento. Os CDOs, por exemplo, um tipo de produto financeiro que poucos conheciam antes da crise representaram 290 bilhões de dólares em perdas e afetaram o núcleo do sistema financeiro global (MacKenzie, 2011). Dada a situação, a SEC criou em 2008 as regras de compartilhamento de informações para que os investidores pudessem ver como as avaliações eram realizadas na prática (Partnoy, 2009).

Os departamentos de *compliance* das ACRs tiveram um papel atípico neste período para criar narrativas voltadas para proteger a integridade, objetividade e transparência do processo de classificação de crédito e, mais precisamente, alinhar seus objetivos juntamente aos órgãos reguladores. A Moody's, por exemplo, colocou no cargo de Vice-Presidente de Relações com Investidores da Corporação, Liz Zale uma experiente profissional em comunicações de marketing que acumulava altos cargos na Universidade de Columbia, IBM, Time Warner e Houghton Mifflin Company como responsável pela comunicação com investidos e acionistas no nível global. A Moody's também criou o cargo de Coordenador Global de Supervisão de Finanças Estruturadas que trabalhava com mais 5 líderes de classes de ativos. Os negócios de finanças estruturadas, incluindo títulos lastreados em ativos, foram reportados à Jonathan Polansky um expert em vigilância de CDOs.

Com a gravidade da situação em 2008, os resultados financeiros das ACRs foram decepcionantes. A Moody's chegou a registrar queda de US\$ 500 milhões em sua receita, sendo 32% referente aos ratings globais de finanças estruturadas, enquanto isso a S&P registrava queda de quase US\$ 400 milhões. Contudo, o mais devastador dos resultados foi a queda na participação de mercado na avaliação de títulos de dívidas. A Figura 1 mostra a participação do mercado das ACRs entre os anos de 2007 e 2009.



Fonte: Adaptado de CGA (2007-2009).

Fig. 1 Participação das ACRs no mercado global de rating

A Figura mostra que em 2008, a cobertura de avaliação de títulos do mercado Global das ACRs Moody's e S&P foi afetada pela crise, enquanto as outras ACRs, sutilmente, ganharam espaço. Isso aconteceu porque Moody's e S&P concentravam maior participação na avaliação de finanças estruturadas e esses produtos já não eram atrativos para os investidores.

Antes de 2008 as ACRs já tinham aderido ao código de IOSCO, lançado em 2005, mas ele era insuficiente para evitar a crise financeira. Em 2008, o IOSCO atualizava o código de conduta para as ACRs com oito novos princípios e padrões para avaliação de crédito para melhorar a integridade e transparência das avaliações. Os novos princípios do código buscavam medidas para práticas de avaliação, tais como métodos e modelos mais robustos, revisão de modelos, critérios, avanços tecnológicos e inovações de ferramentas, além da divulgação de metodologias e dos critérios de riscos de métodos para investidores.

Em 2009, a IOSCO criou um comitê permanente chamado Standing Committee 6 - SC6 para discutir questões globais sobre as ACRs. Neste mesmo tempo, a IOSCO emitiu um relatório sobre as ACRs e seu papel nas finanças estruturadas, solicitando alteração do Código de Conduta e incluiu termos gerais como transparência das metodologias e processos. Em 2009, a IOSCO

observou que sete das vinte e uma ACRs em todo mundo tinham aderido ao Código da IOSCO nos seus próprios códigos de conduta. Dentre essas sete, estavam as maiores Moody's e S&P.

6.3 Episódios de contenção das ACRs

Com a crise, os novos códigos e normas exigiam transparência das suas ferramentas de classificação fizeram com que as ACRs criassem episódios de contenção, pois os participantes do mercado também exigiam ferramentas mais eficientes para classificar as finanças estruturadas. Algumas das alternativas das ACRs foram reforçar seus próprios e mecanismos de melhorias na avaliação e o poder do conhecimento técnico especializado que detêm para avaliação de títulos no nível global. O trabalho para reestruturar a credibilidade das ACRs, no entanto, não foi fácil pois além disso, as ACRs precisaram reduzir suas operações comerciais em suas divisões de serviços e focaram em deixar claras as ideias inovadoras, novos recursos e análises mais eficientes no processo de classificação.

Quadro 05

Inovações financeiras entre 2008 e 2009: Moody's e S&P

ACR	Inovação	Ano	Tipo	Finalidade
Moody's	Vendor Information Risk (VIR)	2008	Ferramenta	Responsiva
	SGL Component Scores	2008	Ferramenta	Protetora
	Moody's CreditCycle™	2008	Serviço	Defensiva
	Moody's Global Correlation Model (GCorr™)	2008	Ferramenta	Protetora
	Fermat Global Exposure Monitor (geM)	2008	Produto/serviço	Protetora
	Bquotes	2008	Ferramentas/serviços	Protetora
	Market Implied ratings (MIrtM)	2008	Produto	Responsiva
	Expected default Frequency (edFtM)	2008	Ferramenta	Protetora
	Structured Finance Workstation Online	2008	Produto	Responsiva
	Financial Projections Limited	2008	Serviço	Protetora
	Credit Quotes Processo	2008	Ferramenta	Protetora
	Enb Consulting Limited	2008	Serviço	Protetora
	V Scores	2008	Produto	Defensiva
	Credit Transition Model Improvement Workstation	2009	Serviço	Responsiva
ACR	Inovação	Ano	Tipo	Finalidade
S&P	Reuters Estimates	2008	Ferramenta	Protetora
	4 Famílias de índices S&P	2008	Mercado	Adaptativa
	Reuters Research-on-Demand Databases	2008	Produto	Protetora
	Related Assets (2008)	2008	Ferramenta	Protetora
	Case-Schiller Home Price Indices – licensing	2008	Ferramenta	Protetora
	Global Credit Portal (GCP)	2008	Produto	Protetora
	Global Data Solutions	2008	Serviço	Protetora
	Credit Risk Solutions	2008	Serviço	Protetora
	CUSIP® Global Services (CGS)	2008	Serviço	Protetora
	Valuations & Research	2008	Serviço	Protetora

S&P Leveraged Commentary & Data (LCD)	2008	Serviço	Responsiva
Datacopy	2008	Produto	Protetora
Unsecured Speculative-Grade Corpor Issues	2008	Serviço	Protetora
Servicer Evaluation	2008	Serviço	Protetora
Spotlight Report	2008	Produto	Protetora
Recovery Ratings	2008	Serviço	Protetora
The CreditPro Web-based platform	2009	Ferramenta	Protetora
Risk-Adjusted Capital (RAC) ratio for banks	2009	Ferramenta	Protetora
SystematIQ	2009	Serviço	Responsiva

Fonte: Dados originais da pesquisa (2025)

Em 2008, as ACRs lançaram ao todo, 30 inovações financeiras. Dessas, dezesseis foram lançadas pela S&P com foco em serviços de finalidade protetora para compensar as restrições do seu próprio mercado. Enquanto isso, a Moody's investia em 14 inovações, sendo a maioria em ferramentas, também com finalidade protetora. Essas inovações buscavam, sobretudo, manter sua posição no mercado baseado, principalmente, na expertise de conhecimento técnico e de informação. Ambas as ACRs investiram em inovações diversificadas como ferramentas, produtos e serviços, contudo, fica evidente que quase todas essas inovações foram lançadas em 2008.

Dentre as mais importantes inovações da S&P está a licença do Case-Schiller® Home Price Indices (2008), uma das principais ferramentas de medida de preços de imóveis residenciais dos EUA. Além disso, os dados indicam que em 2008 o ponto forte da S&P foi novamente a expansão do serviço de índices. Neste período, a S&P continuou investindo no lançamento de outros índices, chegando ao total de 59 novos ETFs (40 listados nos EUA e 19 listados em bolsas internacionais), com volume de US\$ 203,6 bilhões. Além disso, os negociados no índice S&P 500 na Chicago Board Options Exchange (CBOE) chegaram a atingir US\$ 178,6 milhões. O objetivo da S&P era ter um tipo de índice para cada tipo de opção de investimento no mercado.

O Capital IQ foi uma robusta plataforma de tecnologia e informações adquirida pela S&P em 2004 e operava com o RatingsDirect e RatingsXpress. Essas duas ferramentas predominaram na crise e nos anos subsequentes, sendo aprimorada a cada ano com outras funcionalidades. É importante notar que essa inovação foi adquirida para atender o mercado de finanças estruturadas, mas também estava sendo aprimorada para superar a crise.

A primeira inovação defensiva do período foi o CreditCycle™ divulgada pela Moody's em 2008, também para atender aos requisitos regulatórios bancários do Acordo de Basileia II, lançado ainda em 2004. Era um serviço de previsão de teste de empréstimo ao consumidor que realizava previsões de desempenho econômico e ajudava os credores a se ajustarem a exposição e gerenciar risco. Além disso, outra inovação defensiva da Moody's, o V Scores, era uma tecnologia financeira voltada para classificar transações de finanças estruturadas e classificava as transações baseadas no desempenho histórico e adequação de dados, com parâmetros de sensibilidade.

Em 2008, o programa chamado “Investor Advisory Councils” foi uma alternativa da Moody’s para reverter a crise. Tratava-se de fóruns para o diálogo de alto nível entre os profissionais de investimento sênior e administração da Moody's para garantir a qualidade dos ratings e análises com base nas necessidades dos investidores. Outro grupo formado por especialistas em finanças, estatística, matemática e engenharia, chamado de Quantitative research and analytics (Qr&a), buscava fornecer modelos internos de risco e ferramentas de classificação dos instrumentos classificados pela Moody's.

Em suma, o Quadro 05 mostra que a maioria das inovações das ACRs foram protetoras, cuja finalidade é adotar técnicas devido às restrições de seu próprio mercado de classificação. Essas inovações buscavam, majoritariamente, resolver problemas internos das ACRs para manter sua posição no mercado enquanto avaliadoras de risco.

6.4 Reposicionamento das ACRs

Em 2010, outras políticas tiveram que ser estabelecidas para o trabalho das ACRs, como a criação da Lei Federal “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”. A Lei determina que as ACRs divulgassem metodologias utilizadas na formulação de suas classificações e que houvesse um estabelecimento dos mecanismos robustos de controle interno (Delimatsis, 2013). Além disso, essa lei exigiu a criação do Office of Credit Ratings (OCR), um tipo de Unidade Interna de Governança (UGIs) com tarefa de supervisionar as ACRs e relacioná-las com o campo estatal.

Do lado do mercado Europeu, as ACRs também enfrentaram forças coercitivas do Conselho da União Europeia [CUE]. A União Europeia estabeleceu vários regulamentos entre 2009 e 2013 para supervisionar as ACRs e garantir que elas atendessem requisitos específicos e fossem supervisionadas para manter a transparência e a responsabilidade de suas classificações. Esses regulamentos incluíam: o Regulamento (CE) N° 1060/2009; o Regulamento (UE) N° 1094/2010; o Regulamento (UE) N°513/2011 e o Regulamento (UE) N° 462/2013).

O fato é que quanto mais tempo as ACRs estavam envolvidas no sistema financeiro mais difícil para os reguladores diminuir seu controle (Kruck, 2017). Isso acontece porque os formuladores de políticas têm problemas em reduzir a dependência das classificações de risco, devido aos riscos sistêmicos que podem ocorrer no mercado (Stellinga, 2019). Para o autor, isso acontece, porque os métodos das ACRs tendem a tornar as classificações estáveis, algo que os reguladores não conseguem sugerir como alternativa.

A criação do OCR, uma divisão da Securities and Exchange Commission (SEC) foi essencial para avaliar a qualidade das classificações de crédito anteriores e medir a competência das ACRs no futuro (Parnes & Akron, 2016). Além disso, os processos metodológicos, alguns dos fatores cruciais das ACRs também passaram por avaliações rigorosas para manter a confiança dos investidores e garantir a qualidade de crédito (Cash, 2020). O rigor das metodologias e exigências regulatórias da Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act e do Office of Credit Ratings obrigaram as ACRs a responderem com a clareza de suas metodologias, ferramentas e técnicas de análise.

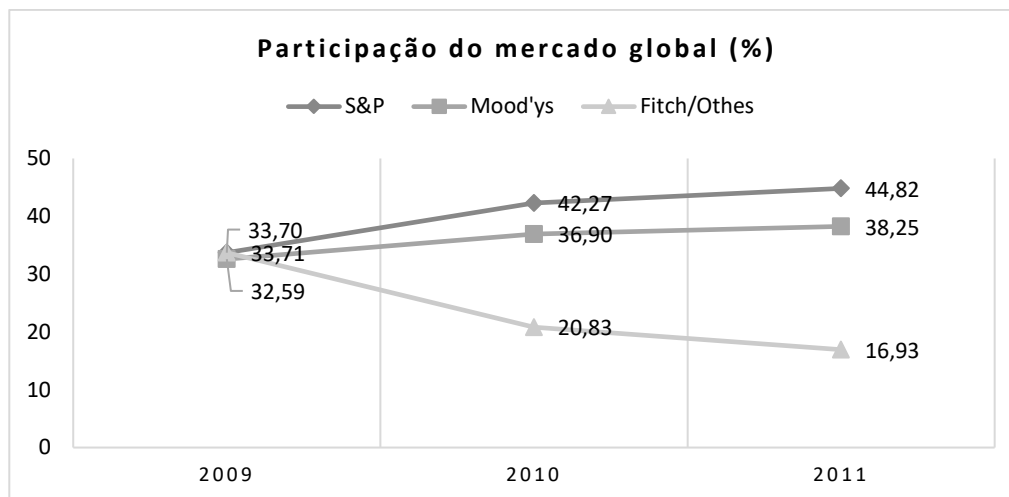
Quadro 06

Inovações financeiras entre 2010 e 2011: Moody's e S&P

ACR	Inovação	Ano	Tipo	Finalidade
Moody's	RiskOrigins	2010	Ferramenta	Protetora
	Commercial Mortgage Metrics (CMM)	2010	Ferramenta	Protetora
	RiskFrontier 2.5	2010	Serviço	Responsiva
	MetroWorkstation	2010	Ferramenta	Protetora
	Softs From Barrie & Hibbert	2011	Produto	Defensiva
	CreditView	2011	Ferramenta	Protetora
	Market-leading EDFTM	2011	Ferramenta	Responsiva
ACR	Inovação		Tipo	Finalidade
S&P	TheMarkets.com	2010	Produto/serviço	Protetora
	Risk-to-Price	2010	Ferramenta	Responsiva
	Índices S&P	2011	Serviço	Adaptativo

Fonte: Dados originais da pesquisa (2025)

Neste período, as inovações financeiras das ACRs foram mais limitadas e alguns fatores podem justificar esse declínio. Primeiro que as ACRs deveriam ser mais eficientes e precisas, pois havia-se estruturado ao longo dos últimos anos, requisitos mais rígidos por órgãos reguladores como a SEC, OCR e IOSCO. Essas normas trouxeram mais responsabilidade e transparência de suas metodologias, sendo este, um critério fundamental para seu funcionamento no mercado. Segundo que as ACRs entraram em um estado de estabilidade do campo, onde por um processo de reposicionamento no mercado retomam a participação no mercado global de ratings. A Figura 2 mostra esse reposicionamento por meio da participação do mercado.



Fonte: Adaptado de CGA (2009-2011).

Fig. 2 Participação das ACRs no mercado global de rating em (%)

A Moody's subiu de 33,70% em 2009 para 38,25% em 2011, enquanto a S&P subiu de 33,71% para 44,82%. Após o retorno da S&P e Moody's, a Fitch e outras pequenas ACRs perderam cerca de 15% do mercado, saindo de 32,59% em 2009 para 16,93% em 2011. Depois da crise, notou-se que as NRSROs aumentaram sua participação, especialmente devido ao foco na avaliação de títulos tradicionais, como de companhias de seguros, instituições financeiras e títulos do governo. Dada a estabilidade do campo, as ACRs não tinham necessidade de lançar tantos produtos e serviços para atender os requisitos do mercado e dos reguladores, como aconteceu entre 2008 e 2009.

7. DISCUSSÕES

Este estudo mobilizou a teoria de campos para analisar o papel da inovação financeira como mecanismo fundamental para reestruturar a ordem e estabilidade do campo das Agências de Classificação de Riscos. No sentido mais amplo, notamos que fica evidente a transformação do campo por meio do aspecto tecnológico e, mais especificamente, da inovação financeira. Assim como propõe Fligstein (2007), esse resultado nos traz a ideia de que os campos tendem a se transformar com o tempo e essas transformações acontecem à medida que a estrutura e as relações de forças se modificam.

Nas nossas análises, duas relações de forças permeiam toda a dinâmica de transformação do campo. Primeiro, as relações do campo, provenientes de forças externas do mercado, são exemplos de eventos que afetaram a estrutura do seu campo. De um lado, inicialmente fundamentada pelo ápice das finanças estruturadas no ano de 2006, as ACRs investem em inovações, cuja finalidade é atender as demandas desse mercado; do outro lado, a crise de 2008

transforma as estratégias das ACRs e como elas mudam o foco das inovações financeiras baseadas na tentativa de proteger seu próprio mercado. Teoricamente, esses achados já foram discutidos por Minsky (1992; 1982) quando sugere que os ciclos de negócios são influenciados por choques externos e por Fligstein e McAdam (2012) quando discutem que algumas das maiores fontes de transformação dos campos são episódios de conflitos e mudanças externas ao campo.

Endogenamente, essas mesmas discussões são feitas pelos autores quando escrevem que a própria dinâmica interna de economias capitalistas (Minsky, 1992) e dinâmica interna dos campos são responsáveis por uma transformação iminente (Fligstein & McAdam, 2012). As rupturas internas do campo, no entanto, são percebidas à luz da crise do mercado, que mostra suas fragilidades em relação aos instrumentos de avaliação de títulos do mercado.

Ao identificar e descrever as inovações financeiras das Agências de Classificação de Riscos neste período, notamos que o uso de ferramentas e serviços foram, em sua maioria, utilizados para criar mecanismos para garantir sua atuação no mercado. Notamos que na maioria das vezes, as ACRs não criam necessariamente uma inovação do zero. Muitas delas foram constituídas por um processo adaptativo, cuja evolução parte de uma outra ferramenta, produto ou serviço. Isso acontece porque hoje, os produtos financeiros são menos radicais, e atores-chave respondem às novas oportunidades improvisando conhecimento e tecnologia existente (Engelen, et al., 2010).

Ao analisar como as Agências de Classificação de Riscos acionaram os mecanismos de contenção por meio da inovação financeira, notamos que elas investiram em inovações internas na crise para proteger seu portfólio de produtos e serviços no mercado, contudo, essas inovações também foram influenciadas papel de órgãos reguladores do estado e governança global dos mercados. Mais precisamente, a SEC no processo de julgamento e supervisão concedeu um alto nível de controle da atuação das ACRs, enquanto IOSCO e BIS proviam de requisitos atrelados às transparências de suas ferramentas e inovações. Isso acontece porque a inovação financeira é, na maioria das vezes, uma resposta à regulamentação (Akerlof, 1970) e a regulamentação é, na maioria das vezes, uma resposta às crises ou conflitos (Goodhart & Lastra, 2010).

Mostramos nesta pesquisa que dentre as muitas estratégias, a regulamentação é também um mecanismo para reposição de ordem. Assim como sugere Minsky (1970), a supervisão regulatória é essencial para manter a ordem e a estabilidade no sistema financeiro. Normalmente, esse controle é exercido pelo Estado que define objetivos políticos para garantir que o desempenho econômico não fique estagnado em níveis inaceitáveis. O Estado tem a capacidade de garantir que regras do mercado sejam seguidas e que elas funcionem (MacKenzie & Millo, 2003). Assim, notamos que a atuação do Estado está relacionada a objetivos estratégicos de regras e como as novas formas de

ação, inovação e institucionalização destas mesmas regras afetam o campo (Fligstein & McAdam, 2012).

Assim como sugere MacKenzie (2006), o Estado também influenciou o restabelecimento do campo no mercado quando continuou a adotar modelos econômicos em suas regulamentações, permitindo que esses modelos se mantenham no mercado e que continuem funcionando. O papel das Unidades Internas de Governança [UGIs] ou, mais precisamente o OCR foi importante para direcionar as ACRs para reestruturação da ordem do campo. Essa organização/associação formal atuou para garantir a estabilidade do campo trabalhando, concomitantemente, dentro e fora do campo (Fligstein & McAdam, 2012).

Os episódios de contenção, isto é, formas inovadoras de ações (McAdam, 2007) e de mobilização foram impulsionadas pelo conhecimento em engenharia financeira de seus atores. Mais precisamente em 2008, as ACRs desenvolveram e lançaram uma quantidade visivelmente maior de inovações financeiras do que nos outros períodos avaliados. Neste período, a crise incentiva as ACRs a criarem ferramentas e meios alternativos para atender aos requisitos do mercado e às exigências dos investidores, frente ao mercado de classificação em crise. Isso mostra que uma transformação de campo acontece à medida que a estrutura e relações de forças se modificam (Fligstein & McAdam, 2012); logo, a criação de padrões de avaliações, regras específicas para melhorar as avaliações e a criação de novas estruturas de campos são consideráveis.

Os resultados também mostram que as ações e práticas formam um consenso, no qual os atores individuais e coletivos dão sentido em relação a eles mesmos e ao que os outros estão fazendo (Fligstein & McAdam, 2012). As ações de todos os envolvidos, dentro e fora, eram compartilhadas periodicamente. Assim, esses episódios de contenção duram enquanto o sentimento compartilhado de incerteza permanece sobre a estrutura do campo.

Conforme Fligstein (2013), notamos que quando as crises ou mudanças radicais acontecem, todos os elementos do campo estão envolvidos. A partir disso, notou-se que a noção dos atores, instituições e campos estatais se relaciona para resolver a crise e é um resultado considerável na análise estrutural do campo. É a constituição de uma “ordem estável” (Burnham, 1991) tendo em vista os componentes sócio estruturais, incluindo instituições e redes interpessoais, são cruciais para resolução de obstáculos de coordenação no mercado (Beckert, 2007).

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os debates desenvolvidos nesta pesquisa mostram que um aspecto-chave de associar teoria de campos à inovação financeira é abordar que elas são práticas de atores desenvolvidas para

mitigar as crises, algo que não se encontra na maioria das teorias sobre inovação. Diferente da calculabilidade racional, conseguimos explorar de forma complementar, abordagens alternativas para análise da inovação financeira e os resultados variáveis da inovação financeira (Engelen et al., 2010). Isso porque, assim como Minsky (1970; 1978), Fligstein e McAdam (2012) e Fligstein (2021b), mostramos como as crises são superadas por meio de ações e estratégias. Além disso, mostramos como essas mesmas crises têm capacidade de reconstruir ordem (Minsky, 1978), pois garantem a correção de problemas intrínsecos antes não percebidos.

A construção histórica mostra que a dinâmica interna e externa do campo das ACRs vai criando alternativas para contornar a crise e uma delas é como as inovações financeiras são usadas como alternativa para reorganização desses espaços. De um lado, notou-se estratégias de atores internos por meio da inovação engenharia financeira; do outro, a relação entre diferentes atores e campos (estatais e não-estatais) para difundir uma ordem comum de estabilidade. Assim, nota-se que a inovação financeira é um processo construtivo que causa mudanças nas relações de forças entre atores e campos à medida que muda as estruturas do mercado.

Muitos estudos buscaram entender os métodos, as metodologias de risco de crédito, as técnicas estatísticas e a capacidade que têm de tornarem-se verdadeiras ou institucionalizadas no mercado (Davis & Kim, 2015). Do mesmo modo, a limitação deste estudo é que não se pode analisar a institucionalização dessas inovações uma vez que o estabelecimento de modelos e dispositivos passa por um processo de integração complexo que exige adaptação às práticas do mercado (Callon, 2007). Assim, sugere-se que pesquisas futuras busquem esse objetivo para compreender se houve institucionalização dessas inovações no mercado ou se foram criadas apenas para restabelecer um mercado em crise.

REFERÊNCIAS

- Aalbers, M. B. (2015). Corporate financialization. In: Castree et al. *The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment and Technology*
- Aalbers, M. B., Engelen, E., & Glasmacher, A. (2011). Cognitive closure in the Netherlands: mortgage securitization in a hybrid European political economy. *Environment and Planning A*, 43(8), 1779-1795.
- Akerlof, G. A. 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84(3): 488–500.
- Anderloni, L; Bongini, P. (2009). Is financial innovation still a relevant issue? In: Anderloni, L; Llewellyn, D. T.; Schmidt, R. H. (Ed.). *Financial innovation in retail and corporate banking*. Edward Elgar Publishing.
- Aspers, P. (2008). [Book Review] MacKenzie, Donald; Muniesa, Fabian; Siu, Lucia (eds.): *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics* (Princeton, NJ): Princeton University Press, 2007). *Acta Sociologica*, 51(2), 169–170. <https://doi.org/10.1177/0001699308090041>

- Aspers, P., & Dodd, N. (2015). *Re-imagining economic sociology*. Oxford University Press.
<https://doi.org/10.1093/ACPROF:OSO/9780198748465.001.0001>
- Baker, W. E. (1984). The social structure of a national securities market. *American journal of sociology*, 89(4), 775-811. <https://doi.org/10.1086/227944>
- Bardin, L. (2011). *Análise de Conteúdo*. Trad. Reto, L; Pinheiro, A. São Paulo: Edições 70.
- Besedovsky, N. (2018). Financialization as calculative practice: the rise of structured finance and the cultural and calculative transformation of credit rating agencies. *Socio-economic review*, 16(1), 61-84. <https://doi.org/10.1093/ser/mwx043>
- Blach, J. (2011). Financial innovations and their role in the modern financial system – identification and systematization of the problem”, published in *Efinance*, 2011, vol. 7, nr 3.
- Blok, A. (2011). Clash of the eco-sciences: carbon marketization, environmental NGOs and performativity as politics. *Economy and Society*, 40(3), 451–476.
- Bodie, Z., & Brière, M. (2011). Financing future growth: the need for financial innovations. *OECD Journal: Financial market trends*, 2011(1), 141-144.
- Bourdieu P (1991 [1982]) *Language and Symbolic Power*. Cambridge: Polity
- Bourdieu, P (1983). Mas quem criou os criadores? In: Bourdieu, P. *Questões de sociologia*. Ed. Marco Zero.
- Bourdieu, P. (1997b), *Razões práticas: Sobre a teoria da acção*, Oeiras: Celta Editora.
- Bourdieu, P. (1998b). *The state nobility: Elite schools in the field of power*. Stanford University Press.
- Bourdieu, P. (2005). O campo econômico. *Política & Sociedade*, 4(6), 15-58.
- Buchanan, B. G. (2017). The way we live now: Financialization and securitization. *Research in International Business and Finance*, 39, 663-677.
- Callon, M. (1998). Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics. In: Callon, M. (Eds.). *The Laws of the Markets*, 1-58. Oxford: Blackwell Publishing.
- Callon, M. (2007). What does it mean to say that economics is performative? In D. A. MacKenzie, F. Muniesa, & S. Lucia (Eds.). *Do economists make markets?: On the performativity of economics*. NJ: Princeton University Press.
- Callon, M. (2009). Elaborating the notion of performativity. *Le libellio d'AEGIS*, 5(1), 18-29. <https://minesparis-psl.hal.science/hal-00460877>
- Callon, M., & Muniesa, F. (2005). Economic markets as calculative collective devices. *Organization Studies* 26(8): 1229–1250. <https://doi.org/10.1177/0170840605056393>
- Carruthers, B. G. (2013). From uncertainty toward risk: The case of credit ratings. *Socio-Economic Review*, 11(3), 525-551.
- Cash, D. (2021). The Credit Rating Agencies. In: *Sustainability Rating Agencies vs Credit Rating Agencies*. Palgrave Studies in Impact Finance. Palgrave Macmillan, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-71693-6_4
- Cavanna, H. *Financial innovation*. Routledge, London, 1992.

Cellard, A. (2008). A análise documental. In: Poupart, J et al. *A pesquisa qualitativa: enfoques epistemológicos e metodológicos*. Petrópolis: Vozes.

CGA. (2002). Financial oversight of Enron: the sec and private-sector watchdogs. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CPRT-107SPRT82147/html/CPRT-107SPRT82147.htm>. Accessed 26 November 2022.

CGA. (2003). Committee on Governmental Affairs, U.S. Senate, "Enron's Credit Rating: Enron's Bankers' Contacts with Moody's and Government Officials," January 3, 2003, available at <http://govt-afisenatc.gov/issues.htm>.)

Chernenko, S., Hanson, S. G., & Sunderam, A. (2014). The rise and fall of demand for securitizations (No. w20777). National Bureau of Economic Research.

Chiappello, E. (2015). Financialisation of valuation. *Human studies*, 38(1), 13-35.

Cipolla, Francisco, Paulo,. (2012). 2. Diferentes teorias marxistas de crise e diferentes interpretações da crise atual. *Economia E Sociedade*, doi: 10.1590/S0104-06182012000100002

Cooper, D, R.; Schindler, P, S. (2004). O processo de pesquisa. In: Cooper, Donald R.; Schindler, Pamela S. *Métodos de pesquisa em Administração*. McGraw Hill Brasil.

Davis, G. F., & Stout, S. K. (1992). Organization theory and the market for corporate control: A dynamic analysis of the characteristics of large takeover targets, 1980-1990. *Administrative Science Quarterly*, 605-633.

Delimatsis, P. (2013). Transparent financial innovation in a post-crisis environment. *Journal of International Economic Law*, 16(1), 159-210.

Do Carmo, M. J., Neto, M. S., & Donadone, J. C. (2023). *Corporate financialization: an economic sociology perspective*. Routledge.

Dunn. Billy, Ray, (2023). 5. Stabilizing a Keynes-Minsky Model of Financial Fragility. *Science & Society*, doi: 10.1521/asis.2023.87.3.308

Engelen et al. (2016). Reconceptualizing financial innovation: frame, conjuncture and bricolage. In: Engelen et al. *The Routledge Companion to Banking Regulation and Reform*. Routledge, 2016.

Epstein, G A. et al. (2005). Introduction: Financialization and the world economy. In: Epstein, G, A. et al. *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.

Epstein, G. (2001). Financialization, rentier interests, and central bank policy. *manuscript, department of economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December*, 7-8.

Erturk, I. (2020). Shareholder primacy and corporate financialization. In: Mader, P., Mertens, D., & Van der Zwan, N. (Eds.). *The routledge international handbook of financialization* (pp. 43-55). Routledge.

Fligstein, N & Goldstein, A. The legacy of shareholder value capitalism. *Annual Review of Sociology*, v. 48, p. 193-211, 2022.

Fligstein, N (2021b). The banks did it: An anatomy of the financial crisis

Fligstein, N. (1996). Markets as Politics: A Political-Cultural Approach to Market Institutions. *American Sociological Review*, 61(4):656-673. doi: 10.1002/9780470755679.CH11

Fligstein, N. (2001). *The Architecture of Markets: An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies*. Princeton, NJ: Princeton University Press

Fligstein, N. (2007). Habilidade social e teoria dos campos. *RAE, Clássicos*, 61-80.

- Fligstein, N. (2011). Teoria e métodos para o estudo de campos de ação estratégica. In: Donadone, J.C.; Jardim, M. A. C. *As centralidades e as fronteiras das empresas no século 21*. Bauru: EDUSC, p.157-214.
- Fligstein, N. (2021). Innovation and the theory of fields. *AMS Rev* 11, 272–289. <https://doi.org/10.1007/s13162-021-00202-2>
- Fligstein, N. 2021c. Markets in the Making: Rethinking Competition, Goods, and Innovation. *American Journal of Sociology*, 128(6), 1841–1843. <https://doi.org/10.1086/724041>
- Fligstein, N., & Dauter, L. (2007). The sociology of markets. *Annu. Rev. Sociol.*, 33, 105-128. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.33.040406.131736>
- Fligstein, N., & Goldstein, A. (2011). Catalyst of disaster: Subprime mortgage securitization and the roots of the great recession. UC Berkeley: Working paper series. <https://escholarship.org/uc/item/83x2h03n>
- Fligstein, N., & McAdam, D. (2012). *A theory of fields*. Oxford University Press.
- Fourcade, M. (2007). Theories of markets and theories of society. *American behavioral scientist*, 50(8), 1015-1034. <https://doi.org/10.1177/000276420729935>
- Frame, W. S., & White, L. J. (2004). Empirical studies of financial innovation: lots of talk, little action?. *Journal of economic literature*, 42(1), 116-144.
- Frame, W. S., Wall, L. D., & White, L. J. (2018). Technological change and financial innovation in banking: Some implications for fintech.
- Garcia-Parpet, M. F. (2006). A gênese social do homo-economicus: a Argélia e a sociologia da economia em Pierre Bourdieu. *Mana*, 12(2), 333-357.
- Goodhart, C. A., & Lastra, R. M. (2010). Border problems. *Journal of International Economic Law*, 13(3), 705-718.
- Greenwood, R., & Scharfstein, D. (2013). The growth of finance. *Journal of Economic perspectives*, 27(2), 3-28.
- Griffin, J. M., & Tang, D. Y. (2011). Did credit rating agencies make unbiased assumptions on CDOs?. *American Economic Review*, 101(3), 125-130.
- Grinblatt, M., & Longstaff, F. A. (2000). Financial innovation and the role of derivative securities: An empirical analysis of the Treasury STRIPS program. *the Journal of Finance*, 55(3), 1415-1436.
- Hamilton, R., Jenkinson, N., & Penalver, A. (2007). Innovation and integration in financial markets and the implications for financial stability. In *The Structure and Resilience of the Financial System, Proceedings of a Conference*, Reserve Bank of Australia, Sydney (pp. 226-250).
- Haris, Abdul. (2024). 1. Market Behaviors and Economic Crisis: Insights from Financial Economics. *The Journal of Business and Management Research*, doi: 10.55098/tjbm.v7i1.573
- Hernandez, R. J., Liu, P., & Shao, Y. (2018). Financial innovation and aggregate risk sharing. *Theoretical Economics Letters*, 8(11), 2182-2198.
- Ionescu, G. H., & Vilag, R. D. (2015). Financial innovation and a globalized financial world. *Romanian Economic and Business Review*, 10(2), 141.
- Ionescu, G. H., & Vilag, R. D. (2015). Financial innovation and a globalized financial world. *Romanian Economic and Business Review*, 10(2), 141.
- Jacque, L. L., & Vaaler, P. M. (Eds.). (2001). *Financial Innovations and the Welfare of Nations: How Cross-Border Transfers of Financial Innovations Nurture Emerging Capital Markets*. Springer Science & Business Media.

Kalthoff, H. (2005). Practices of calculation: Economic representations and risk management. *Theory, Culture & Society*, 22(2), 69-97.

Khraisha, T., & Arthur, K. (2018). Can we have a general theory of financial innovation processes? A conceptual review. *Financial Innovation*, 4(1), 1-27

Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic review*, 3, (2), p. 173-208.

Krippner, G. R. (2011). *Capitalizing on crisis: The political origins of the rise of finance*. Harvard University Press, 2012, Massachusetts, and London.

Kudinova, M. M. (2023). Global Public Debt Since 1995: Long-Term Trends, Current Phase, Medium-Term Outlook for Economic Growth. *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 06(04).
<https://doi.org/10.47191/jefms/v6-i4-01>

Langohr, H., & Langohr, P. (2010). The rating agencies and their credit ratings: What they are, how they work, and why they are relevant. John Wiley & Sons.

Lazonick, W. (2013). From innovation to financialization: How shareholder value ideology is destroying the US economy. In: Wolfson, G Epstein. *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, Oxford, UK: Oxford Univ. Press.

Lengwiler, M. (2016). Risky calculations: financial mathematics and securitization since the 1970s. *Historical Social Research*, 41(2), 258-279.

Lengwiler, M. (2016). Risky calculations: financial mathematics and securitization since the 1970s. *Historical Social Research/Historische Sozialforschung*, 258-279.

Llewellyn, D, T. (1992). Financial innovation: a basic analysis. In: Cavanna, H. *Financial innovation*. Routledge, London, 1992.

Llewellyn, D. T. (2009). Financial innovation and the economics of banking and the financial system. *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*, 1.

Mackay, D., Arevuo, M., & Meadows, M. (2023). *Innovation, Disruption, and Digitalization*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/hebz/9780192845399.003.0015>

MacKenzie, D. (2006). Is economics performative? Option theory and the construction of derivatives markets. *Journal of the history of economic thought*, 28(1), 29-55.

MacKenzie, D. (2008). *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets*. Cambridge, MA: MIT Press.

MacKenzie, D. (2011). The credit crisis as a problem in the sociology of knowledge. *American Journal of Sociology*, 116(6), 1778-1841.

MacKenzie, D., & Millo, Y. (2003). Constructing a market, performing theory: The historical sociology of a financial derivatives exchange. *American journal of sociology*, 109(1), 107-145.

Mahoney, J. (2003). Strategies of casual assessment int comparative historical analysis. In: Mahoney, J; Rueschemeyer, D. ***Comparative Historical Analysis in the Social Sciences***. Cambridge University Press.

Marron D. (2007). Lending by numbers?: credit scoring and the constitution of risk within American consumer credit. *Econ. Soc.* 36:103–3

- McAdam. (2007). Legacies of Anti-Americanism: A Sociological Perspective. In: Katzenstein and R. Keohane (eds.). *Anti-Americanisms in World Politics*. Ithaca, NY: Cornell University Press
- Merton, R. (1995). Financial innovation and the management and regulation of financial institutions. *Journal of Banking and Finance*, v. 19, n. 3-4, p. 461-81, jun. 1995
- Minsky Ph D. (1978). The financial instability hypothesis: a restatement.
- Minsky, H. P. (1970, January). *Financial instability revisited: The economics of disaster*.
- Minsky, Hyman P (2008). John Maynard Keynes McGraw Hill; 1st edition 978-0071593014 (May 7, 2008)
- Minsky, Hyman P. (1982). "The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy" (1982). Hyman P. Minsky Archive. 282
- Minsky, Hyman, P (1992). 5. The Financial Instability Hypothesis. *Research Papers in Economics*,
- Mirowski, P., & Nik-Khah, E. (2004). Markets made flesh: Callon, performativity, and a crisis in science studies, augmented with consideration of the FCC auctions. Paper presented to the workshop "The Performativities of Economics," Paris.
- Mirowski, P., & Nik-Khah, E. (2004). Markets made flesh: Callon, performativity, and a crisis in science studies, augmented with consideration of the FCC auctions. Paper presented to the workshop "The Performativities of Economics," Paris.
- Muniesa, F., Millo, Y., & Callon, M. (2007). An introduction to market devices. *The sociological review*, 55(2_suppl), 1-12.
- Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A peer-to-peer electronic cash system*. Academic Press, 2008.
- North, D. C. (1991). Institutions, ideology, and economic performance. *Cato J.*, 11, 477.
- Parnes, D.; Sagi Akron. Rating the credit rating agencies. **Applied Economics**, v. 48, n. 50, p. 4799–4812, 21 abr. 2016.
- Partnoy, F. (2006). How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers. In: Yasuyuki Fuchita, Robert E. Litan, eds., *Financial gatekeepers: can they protect investors?*, Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006
- Partnoy, F. (2009). Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. *Social Science Research Network*. Council of Institutional Investors, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1430608>
- Paudyn, B. (2014). Credit rating agencies and the sovereign debt crisis: Performing the politics of creditworthiness through risk and uncertainty. Palgrave and Macmillan New York, NY. ISBN 978-1-349-45396-2. DOI 10.1057/9781137302779
- Pedraza-Acosta, I., & Mouritsen, J. (2018). Dynamisms of financialization: Circuits of power in globalized production networks. *human relations*, 71(6), 845-866.
- Pellandini-Simányi, L. (2016). Non-marketizing agents in the study of markets: competing legacies of performativity and actor-network-theory in the marketization research program. *Journal of Cultural Economy*, 9(6), 570–586. <https://doi.org/10.1080/17530350.2016.1214614>
- Pernell, K. (2020). Market governance, financial innovation, and financial instability: lessons from banks' adoption of shareholder value management. *Theory and Society*, 49(2), 277-306.

- Persaud, A. (2001). Fads and Fashions in the Policy Response to Financial Market Crises. In: Jacque, L. L., & Vaaler, P. M. (Eds.). *Financial Innovations and the Welfare of Nations: How Cross-border Transfers of Financial Innovations Nurture Emerging Capital Markets*. Springer Science & Business Media.
- Pilbeam, K. (2005). *Finance and Financial Markets*, Palgrave, London.
- Poon, M. (2007). Scorecards as devices for consumer credit: The case of Fair, Isaac & Company Incorporated. *The sociological review*, 55(2suppl), 284-306.
- Poon, M. (2009). From new deal institutions to capital markets: Commercial consumer risk scores and the making of subprime mortgage finance. *Accounting, Organizations and Society*, 34(5), 654-674.
- Poon, M. (2012). Rating agencies. In: Cetina, K., K., & Preda, A. *The sociology of finance*. United Kingdom: Oxford University Press.
- Preda, Alex. (2006). Socio-Technical Agency in Financial Markets: The Case of the Stock Ticker. *Social Studies of Science* 36(5): 753–82.
- Ramakrishnan, D. (2013). Financial Innovation and Regulation. *Social Science Research Network*. doi: 10.2139/SSRN.2336477
- Rosa, J. A., Porac, J. F., Runser-Spanjol, J., & Saxon, M. S. (1999). Sociocognitive dynamics in a product market. *Journal of Marketing*, 63, 64–77
- Sangiorgi, F., & Spatt, C. (2017). The economics of credit rating agencies. *Foundations and Trends® in Finance*, 12(1), 1-116.
- Schindler, J. W. (2017). FinTech and financial innovation: Drivers and depth. *Finance and Economics Discussion Series*, 081. <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2017.081>
- Schmidt, R. H. (2009). Microfinance, innovations and commercialisation. Is financial innovation still a relevant issue? In: Anderloni, ; Llewellyn, D.T.; Schmidt, R. H. (Ed.). *Financial innovation in retail and corporate banking*. Edward Elgar Publishing.
- SEC (Securities and Exchange Commission). (2008). *Summary Report of Issues Identified in the Security and Exchange Commission Staff's Examinations of Select Credit rating agencies*. United States: Securities And Exchange Commission.
- Sekhar, S., & Gudimetla, V. (2013). Theorems and theories of financial innovation: Models and mechanism perspective. *Financial and Quantitative Analysis, FQA*, 1(2), 26-29.
- SIFMA. (2021). *Capital Markets Fact Book 2021*. <https://www.sifma.org/resources/archive/research/>
- Simsek, A. (2013). Speculation and risk sharing with new financial assets. *The Quarterly journal of economics*, 128(3), 1365-1396.
- Sinclair, T. J. (2010). Round up the usual suspects: Blame and the subprime crisis. *New Political Economy*, 15(1), 91-107.
- Sinclair, T. J. (2018 [2005]). *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Ithaca: Cornell University Press.
- Smelser, N. J., & Swedberg, R. (2005). Introducing economic sociology. In: Smelser, N. J., & Swedberg, R. (2005). *The handbook of economic sociology*, 3-25.

Stellinga, Bart. Why performativity limits credit rating reform. **Finance and Society**, v. 5, n. 1, p. 20-41, 2019.

The Economist Intelligence Unit (2019). *Financial services*. United Kingdom. <https://www.eiu.com/industry/financial-services>

THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION . The financial crisis inquiry report: final report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. *Choice Reviews Online*, v. 48, n. 12, 1 ago. 2011.

Tufano, P. (2003). Financial innovation. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 307-335.

Urabe, K., Child, J., & Kagono, T. (Eds.). (1988). *Innovation and management: International comparisons*. Berlin: de Gruyter.

Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-economic review*, 12(1), 99-129.

Velthuis, O. (2020). Market Devices. In: Bowen, J. R., Dodier, N., Duyvendak, J. W., & Hardon, A. (Eds.). (2020). *Pragmatic Inquiry: Critical Concepts for Social Sciences*, 80-93.

Veneroso, Frank. (2018). 1. "The Economics of Instability: An Abstract of an Excerpt". *Research Papers in Economics*

Wainwright, T. (2015). Circulating financial innovation: New knowledge and securitization in Europe. *Environment and planning A: economy and space*, 47(8), 1643-1660.

White, L. J. (2009a). 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.

White, L. J. (2009b). The credit-rating agencies and the subprime debacle. *Critical Review*, 21(2-3), 389-399.

Widick, R. (2003). Flesh and the free market: (On taking Bourdieu to the options exchange). *Theory and Society*, 32(5):679-723. doi: 10.1007/1-4020-2589-0_9

Wieland, O. L. (2015). Modern financial markets and the complexity of financial innovation. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 3(3), 117-125.

Wójcik-Czerniawska, A. . (2023). Financial innovations and new tools in finance. *Journal of Management and Financial Sciences*, (46), 105–116. <https://doi.org/10.33119/JMFS.2022.46.8>

CAPÍTULO IV

CONSIDERAÇÕES FINAIS

4.1 Contribuições empíricas

Para entender como as ACRs estruturam uma posição influente no núcleo dominante do mercado financeiro, esta tese foi desenvolvida em três estudos. Para cada estudo, foi desenvolvido um polo teórico, uma proposição, um objetivo e método de pesquisa. A primeira proposição é de que o Estado, por meio de medidas regulatórias, tem a capacidade de engajar vários outros campos para promover a legitimidade do trabalho performativo das Agências de Classificação de Riscos.

Por meio da teoria de campos de Bourdieu (1977; 1992; 2006; 2005) e Fligstein e McAdam (2012), a pesquisa mostrou que o campo foi fortemente delimitado pelo Estado. A pesquisa mostra que Estado em conjunto com outros campos do mercado formam uma teia complexa de campos (Fligstein, 2013; Fligstein & McAdam, 2012) com capacidade de incorporar-se e causar influência uns nos outros. Notadamente, a relação entre os campos começa em 1931 quando o Comptroller of the Currency (OCC) adota o uso de rating para investidores institucionais e cria a grade de investimento. Mais tarde acontece a relação com outros campos, como SEC, Federal Reserve Board (FRB), Committee on Governmental Affairs (CGA), Financial Crisis Inquiry Commission (FICIC), BIS etc. Essa relação entre campos revela um certo poder de ambos os lados para influenciar a estruturação social dos campos. A pesquisa mostra como eles têm ligações complexas e mutáveis entre si (Bourdieu, 1998b) e diferentes tipos de interdependências (Fligstein e McAdam, 2012) que ditam o fluxo de poder. Como resultado, as relações promoveram a legitimidade do trabalho performativo das ACRs, cujo objetivo é fornecer ferramentas de cálculo para moldar os mercados. Além disso, essas relações justificam o motivo pelos quais reguladores e investidores passaram a confiar nas classificações das ACRs (White, 2009).

A pesquisa mostra que essas relações foram fortemente estabelecidas por meio da regulamentação (Fligstein, 1996). Isso porque a regulamentação é uma das formas de intervenção do Estado sobre o mercado (Ibidem). As regulamentações, como a Investment Company Act de 1940, a SEC de 1975, os Acordos de Basileia e a Credit Rating Agency Reform Act (2006) foram apenas alguns dos mecanismos que estabeleceram um tipo de relação formal entre os campos. Essas regulamentações podem ser entendidas como um tipo de mecanismo de empréstimo simbólico (Bourdieu, 1996[1989]) entre os campos estatais e não-estatais.

A pesquisa também mostra que o mercado não se faz sozinho, pois é muitas vezes construído, ou ajudado a se construir, por meio do Estado, isto é, o mercado é um “artefato” construído pelo Estado (Bourdieu, 2014). Por fim, a pesquisa mostra que o relacionamento entre

Estado e mercado está enraizado em questões mais profundas de processos políticos e culturais (ver Fligstein, 1996; Bourdieu, 2006; Bichoffe, 2016).

A segunda proposição é de que a trajetória e o acúmulo de capital pelos atores definiram a posição influente das Agências de Classificação de Riscos no núcleo dominante do mercado financeiro. Esta pesquisa mostra que a posição de chegada, isto é, onde as ACRs se mantêm hoje foi definida pela trajetória do campo que ao longo do tempo foi acumulando capitais, especialmente comercial, tecnológico e simbólico. O capital comercial reforça-se que as ACRs exercem domínio sobre o grande número de títulos de dívidas que elas avaliam (Sinclair, 1994). A acumulação deste capital foi uma ação estratégica que os atores realizaram para exercer poder e influência no mercado. O capital tecnológico também reforça a prerrogativa do estudo de Sinclair (1994), que destaca que a especialização em pesquisas de crédito, tornou as ACRs capacitadas para análises especializadas. Essa especialização é baseada no conhecimento contínuo dos negócios e expertise tecnológica para aprimorar seus processos de avaliação e, conseqüentemente, tornar o mercado dependente. Já o acúmulo de capital simbólico das ACRs - tempo de mercado e relação com outros campos -, também promoveu o reconhecimento das ACRs por outros campos de poder, que passaram a considerá-las em suas ações de governança no mercado mundial. Isso porque o capital simbólico é, por si, sinônimo de distinção (Bourdieu, 1985) e essas distinções, abrangem transformações simbólicas, hierarquias e ordens aplicadas aos esquemas de construção e internalização.

A análise dos capitais das ACRs mostrou que é possível descrever as posições em que elas estão inseridas (Bourdieu, 1998). As formas de alianças com instituições de governança global (Radosh-Hinder, 2023) e a própria relação direta com o Estado mostrou que as ACRs têm poder de influenciar a economia e estruturas financeiras, transformando as relações sociais em alianças dominantes de forças sociais (Sinclair, 1994). A relação das ACRs com o núcleo dominante do mercado - parte do domínio concedido pelo Estado e parte pelas Instituições de Governança global - se estabeleceu por meio de formas de reconhecimento mútuo, isto é, empréstimos simbólicos entre campos e reconhecimento do capital simbólico do campo das ACRs.

Os resultados mostram que as relações foram cominadas por leis, códigos, normas e reconhecimento por instituições como IOSCO (International Organization of Securities Commissions), Acordo de Basileia II (2004), Credit Rating Agency Reform Act (2006), Acordo de Basileia III (2010), Lei Dodd-Frank (2010) e outras na Europa, o segundo maior mercado das ACRs. Esses empréstimos simbólicos criaram relações objetivas de poder e se reproduzem em relações simbólicas de poder (Bourdieu, 1985), uma percepção da análise relacional dos campos em espaços de poder. Esses resultados são importantes, porque justificam resultados de outras

pesquisas que buscaram mostrar o poder e a influência das ACRs no mercado, como capacidade de afetar as corporações, tornando-as dependentes de suas classificações (Kerwer, 2005; Sinclair, 2005; Akdemir & Karsh, 2012; Verster, et al., 2019).

A terceira proposição desta tese é que as inovações financeiras operam como mecanismos de contenção para reorganizar a ordem do campo na crise. Para responder esta questão, a Teoria de Campos de Ação Estratégica de Fligstein e McAdam (2012) forneceu bases para entender como os atores se reorganizaram para impor suas posições em crise do campo. Pela pesquisa, notamos que após a crise de 2008 começou um processo de reestabelecimento das ACRs no mercado. Pelas inovações financeiras, entendemos que houve o estabelecimento de um entendimento compartilhado, através do qual atores individuais e coletivos deram sentido as suas próprias práticas (Fligstein & McAdam, 2012). Os episódios de contenção, isto é, formas inovadoras de ações (McAdam, 2007) e de mobilização, foram impulsionadas pelo conhecimento em engenharia financeira de seus atores. Para cada estágio do campo, houve novas formas e focos de inovação para tentar restabelecer a ordem no campo.

Notou-se, por exemplo, que entre 2006 e 2007, os atores como analistas e engenheiros financeiros das ACRs revisavam metodologias e investiam na aquisição e lançamento de ferramentas para atender a demanda do mercado de títulos securitizados. Entre 2008 e 2009, a maioria das inovações financeiras das ACRs era protetora, adotando técnicas para responder às restrições do seu próprio mercado de avaliação. Entre 2010 e 2011, na estabilidade do campo, as ACRs não tinham necessidade de lançar tantos produtos e serviços para atender os requisitos do mercado e dos reguladores, como aconteceu entre 2008 e 2009. Esses resultados justificam, porque a relação de força entre empresas e sua evolução ao longo do tempo se caracteriza por estratégias proferidas para alterar ou manter a distribuição de propriedades determinada pela crise (Bourdieu, 2006).

A noção de risco das ACRs são aceções consideráveis à forma como elas criam produtos financeiros e como interpretamos a complexidade do mercado. Na crise, os resultados mostram que as inovações financeiras das ACRs foram um dos mecanismos fundamentais de contenção. Além disso, a narrativa sobre a crise incorpora outras estratégias e dinâmicas do mercado como envolvimento de outros atores e a influência coercitiva de campos estatais e instituições de governança do mercado.

4.2 Contribuições teóricas

A construção desta tese foi motivada pelas críticas à sociologia econômica e dos mercados. Desde a obra “Economia e Sociedade: Estruturas e Princípios” de Mark Granovetter, pesquisadores (Krippner, 2001; Stoltz, 2018) têm discutido sobre a visão simplificada dos mercados construída sem considerar uma estrutura social complexa das relações. Há duas críticas centrais destacadas na literatura: primeiro, a ideia de enraizamento e a negligência das características sociais do mercado (Krippner, 2001). Na verdade, a sociologia econômica tem sido criticada por não abordar adequadamente a dinâmica de poder que existe nas relações econômicas (Aspers, & Dodd, 2015). Na percepção de Krippner (2001), as considerações de Fligstein (1996) são apropriadas para resolver questões teóricas na sociologia porque focam no processo evolutivo dos mercados, enfatizando que as empresas e o estado são atores-chave na sua formação e dinâmica, além de analisar as interações entre várias forças sociais, incluindo crenças culturais e contestação política, o que abrange uma análise mais complexa e analítica.

A segunda crítica é a falta de um diálogo explícito nos programas de pesquisa para estudo dos mercados (Fligstein e Dauter, 2007). A crítica à sociologia vem quando pesquisas (Mirowski & Nik-Khah, 2004; Fligstein e Dauter, 2007; Fourcade, 2007, Fligstein, 2015) criticam os estudiosos do campo e a divisão das disciplinas de sociologia econômica e dos mercados por não dialogarem e divergirem sobre conceitos complexos. Enquanto Fourcade (2007) sugere a análise relacional e o diálogo entre as disciplinas para sanar dúvidas superar conflitos teóricos complexos, Fligstein e Dauter (2007) também sugere essa análise, mas propõe o mercado enquanto estrutura dinâmica sempre fluída e com produtos e processos em constante mudança.

Esta pesquisa é uma tentativa de aproximar o campo da sociologia dos mercados por meio de perspectivas teóricas para explorar os mercados enquanto estruturas sociais (Fligstein & Dauter 2007). Assim, o estudo apresenta contribuições teóricas pela análise relacional entre a teoria de campos e outras abordagens, como a performatividade e dispositivos do mercado e a inovação financeira. Esses debates relacionais podem tornar mais significativo o desenvolvimento da sociologia econômica e os estudiosos podem esclarecer divergências e melhorar a compreensão sobre os instrumentos do mercado, os comportamentos econômicos e as relações sociais (Fourcade, 2007). As hipóteses sobre o desenvolvimento de políticas de mercado em diferentes estágios do campo, como emergência, estabilidade e transformação propostas por Fligstein (1996) são vistas nesta pesquisa. Notamos como as instituições sociais são necessárias e estabelecem pré-condições para a existência dos mercados, bem como revela o papel dos movimentos sociais, estratégias, parecerias e inovação para a transformação do mercado.

A partir desses pontos, três contribuições teóricas foram consideradas: i) contribuições para performatividade, dispositivos e teoria de campos; ii) contribuições para teoria de campos de Bourdieu e Fligstein e McAdam e iii) contribuições para teoria de campos e inovação financeira.

Contribuições para performatividade, dispositivos e teoria de campos

A teoria da performatividade de Callon tem trazido várias oportunidades e desafios para os pesquisadores da sociologia econômica. Contudo apesar do encorajamento de Fourcade (2007) Mirowski & Nik-Khah (2004) e Fligstein & Dauter (2007) sobre o diálogo entre as abordagens da sociologia econômica, não se tinha notado tentativas de conciliar a literatura de performatividade e dispositivos à teoria de campos. Para explorar uma possível complementaridade dessas diferentes abordagens (Fligstein & Dauter, 2007), associamos a história das ACRs à análise mais ampla do Estado e do mercado.

Para Fourcade (2007), entender como as ferramentas de mercado moldam a economia é difícil porque envolve muitos fatores sociais. Se fosse apresentar uma ideia conceitual simplista, a performatividade poderia, através das ferramentas, influenciar pessoas a mudar práticas e resultados. Contudo não se trata apenas de mercados de opções, fórmulas e modelos específicos que surgem com tecnologias e ações baseadas em teorias econômicas, pois esse espaço é estruturado.

As ACRs, enquanto engenheiras financeiras, fornecem e orientam sobre montagem de produtos, incluindo estruturas de capital, projeções de fluxo de caixa e classificações para atrair investidores (Poon, 2012). Com o crescimento da inovação financeira, elas introduziram uma grande variedade de novos títulos (derivativos e finanças estruturadas) que elas mesmas avaliavam por meio dos seus dispositivos de classificação (Sinclair, 2010). Mas esse estabelecimento dos dispositivos das ACRs não é um evento condicionado apenas pela necessidade da lógica racional e calculista do mercado. É necessário que se considere a construção cultural, social e política na estruturação de mercados (Kauppinen, Cantwell & Slaughter, 2017; Fligstein, 2021).

Pela análise teórica e empírica, entendemos que a história deste campo pode explicar de forma efetiva dois papéis importantes do Estado: ele auxilia na criação de espaço de atuação de fornecedores de ferramentas de cálculo (Beunza & Ferraro, 2019) e legitima esse espaço para aqueles que utilizam os cálculos para tomar decisões no mercado. Isso acontece, porque o Estado tem capacidade de intervir de forma ativa para modificar aspectos culturais das instituições de economia social como um todo (Fligstein, 1996).

A co-constituição dos campos do Estado, como Federal Reserve, SEC, OCC, por exemplo, reforça como o estabelecimento de normas e regras cria laços de interação entre as ACRs e outros

campos do mercado. É a evidência mais completa de que os campos são embutidos em teias complexas de outros campos e que um campo pode ser afetado e incorporado a outros (Fligstein, 2013). Assim, é possível entender que os campos do mercado são influenciados por um ambiente mais amplo que inclui leis e regulamentos (Bourdieu, 2005). Esses resultados também indicam que a autoridade das ACRs interage com poderes pré-existentes que se firmam com relações complexas com os governos (Sinclair, 2005 [2018]).

A análise dos dispositivos também implica que eles fazem parte de uma rede complexa de diferentes partes e as pessoas que fazem parte desta rede ajudam a criá-los (Muniesa, Millo & Callon, 2007): de um lado, profissionais da economia e finanças que contribuem para o avanço do conhecimento, reforçando abordagens para explicar fenômenos por meios modelos teóricos (Healy, 2015) e investidores que usam os modelos para tomar decisão e do outro, um conjunto de campos que ajudam a moldar regras para esses modelos e dispositivos. Assim como o Black-Scholes-Merton (MacKenzie e Millo, 2003) e o sistema Fair, Isaac and Company [FICO] (Poon, 2007; 2009) foram estabelecidas no mercado pela interação de vários atores, agências reguladoras e governos, as ACRs e seus dispositivos também foram estabelecidos do mesmo modo. É o melhor sentido de que as relações de poder entre diferentes atores e organizações são consideráveis nas análises dos dispositivos do mercado (Fourcade, 2007).

Os novos dispositivos, no entanto, somente são bem-sucedidos nos mercados quando são amplamente aceitos pelos seus usuários (Mention & Torkkeli, 2012). Por este motivo, Callon e Muniesa (2005) defendem que compreender o papel dos agentes nos sistemas financeiros para negociar bens pode revelar como diferentes pessoas atuam e usam diferentes ferramentas de diferentes formas. Assim, a aceção de natureza social e cultural que a teoria de campos traz pode explicar a relação dos atores econômicos e o uso dessas ferramentas. Na teoria de Fligstein e McAdam (2012), as lógicas (conjunto analítico sobre o que está em jogo, os atores, entendimentos compartilhados e quadro interpretativo) são mais fáceis para compreender os contextos das situações e os efeitos individuais.

Para Friedland e Arjaliès (2021), os dispositivos dos mercados são objetos institucionais. A maneira como esses objetos ganham valor é predominante em vários aspectos, como a forma que são apresentados, conforme criados por práticas, julgados por seu valor e conectados a um uso específico. É um processo um tanto mais complexo do que os sugeridos pela performatividade, onde um modelo é incorporado às ferramentas de mercado, as ferramentas são usadas na prática, e os resultados são iguais às previsões do modelo. Essas ferramentas não tratam apenas de números; elas também refletem crenças e metas mais profundas que as pessoas têm (Friedland & Arjaliès, 2021).

Por isso, a história das ACRs, inerente a várias fases, inovações, transformações e crises, mostra que as ações de atores funcionam em torno de diferentes situações e contextos que mudam por diferentes percepções durante o tempo. A ideia de que os mercados envolvem não apenas números e teorias abstratas, mas pessoas, tecnologias e regras que podem moldá-los (Callon, 2007) pode indicar uma saída para outras interpretações do papel dos atores sobre o estabelecimento dos modelos econômicos. A materialidade das configurações e os dispositivos econômicos (Beunza, Hardie & MacKenzie, 2006; Muniesa, 2007), por exemplo, mostram como diferentes pessoas interagem e tomam decisões por meio de ferramentas e objetos físicos. Eles indicam que é preciso considerar elementos tangíveis como o movimento dos preços e as interações humanas e tecnológicas. A maior convergência entre os teóricos da performatividade e de campos é a visão de que os mercados estão sempre em fluxo, em constante mudança e transformação por meio da tecnologia e inovação (Fligstein & Dauter, 2007).

A própria ideia do mercado como campo (Fligstein, 2001; Baker, 1984; Fourcade, 2007) e Estado como constituinte deste campo, releva como as relações instauradas por meio de regras e normas formam uma estrutura social capaz de moldar o comportamento e as decisões dos indivíduos no mercado (Baker, 1984). Disso, para além desse sentido de campo, a própria economia e ferramentas se encarrega de instaurar uma lógica culturalmente construída, uma autoridade cognitiva geral da economia financeira (MacKenzie, 2008), que também pode ser avaliada na história da incorporação do modelo BSM e tecnologia Stock Ticker (Preda, 2006). Este resumo mostra, consistentemente, duas percepções importantes: primeiro, ele destaca que a performatividade se concentra em tornar as ferramentas amplamente aceitas combinando coisas físicas, regras e recursos sociais (Beunza & Ferraro, 2019) e segundo, mostra que a performatividade considera a importância de condições sociais que possibilitam as teorias econômicas moldarem as realidades do mercado (Fourcade, 2007).

Para Fourcade (2011), apenas a disponibilidade de tecnologias econômicas não garante os seus efeitos, pois pode faltar apoio ou ressonância cultural. Os métodos econômicos de valorização da natureza variam e apresentam diferentes formas de calculabilidade, logo, esses métodos e calculabilidade são um produto de processos sociais que afetam o resultado (Fourcade, 2011). Por isso mostramos que a história das ACRs está inserida em várias questões de padrões éticos na cultura financeira como capacidade de prever crises e conflitos de interesses. Embora a literatura sugira que as classificações de risco foram criadas para transformar incertezas em riscos calculáveis (Davis & Kim, 2015), os casos de falências (*e.g.*, Orange County, Asian Financial Crisis, Enron Corporation, Subprime) mostram que elas não tiveram condições de prever crises e demonstram a fragilidade de seus métodos e analistas. No cenário das crises, a constituição de leis, como Credit

Rating Agency Act, 2006, Basel III e Dodd-Frank etc., criavam o estabelecimento normas e regras para criar um tipo de cultura de transparência para que os atores do mercado tivessem maior nível de aceitabilidade de seus dispositivos de classificação.

Por isso, é de considerar que a performatividade implica em processos em que práticas são reproduzidas por meio de interações complexas. Ela exige que haja reflexão sociológica sobre as condições econômicas e políticas sob as quais pessoas e objetos participam no mercado (Fourcade, 2007). Para Bourdieu (1990), todas as lutas do campo são lutas de performatividade que torna real a construção do mundo. Para o autor, certas ações ou palavras, executadas em uma estrutura de autoridade e poder reconhecido, podem criar muitas realidades sociais.

Contribuições para teoria de campos de Bourdieu e Fligstein & McAdam

As contribuições de Bourdieu (1977; 1992; 2006; 2005) e de Fligstein e McAdam (2012) ajudaram a entender a dinâmica do campo do mercado. Além disso, as percepções de Bourdieu (2011) junto às de Fligstein e McAdam (2012) ajudaram a formular a ideia de núcleo dominante do mercado, baseada nos preceitos sobre o Estado e as Instituições de Governança global do mercado. Primeiro vimos que o Estado habita o campo econômico e contribui, em cada momento, para a sua existência e a sua persistência (Bourdieu, 2006). Além disso, estabelece contratos sociais que relacionam dominantes e dominados, criando hierarquias nas decisões políticas e nas disputas internacionais (David & Lake, 2009). Do outro lado, tem-se as instituições de governança global do mercado que promovem a manutenção e o estabelecimento de ordem e influência sobre outros campos do mercado financeiro; as ACRs fazem parte (Gill & Law, 1989) ou contribuem para seus trabalhos (Helleiner, 1997).

Para formular a ideia de núcleo dominante do mercado, o conceito de domínio de ambas as teorias foi explorado. Na de Bourdieu, o conceito de domínio se produz em normas sociais e estruturas de poder sobre as percepções de sistemas políticos e econômicos (Bourdieu & Boltanski, 2008 [1976]) e na de Fligstein e McAdam (2012), o conceito de domínio se reforça no estabelecimento de ordens e regras dos dominantes. Além disso, trazendo a ideia de Bourdieu (2011), a denominação é reconhecida e legitimada, porque existem forças historicamente construídas que reforçam a relação estabelecida. Assim, três percepções puderam ser consideradas, a partir dos resultados:

i) as relações são construídas por diferentes homologias entre diferentes campos (Bourdieu, 1990); ou relação entre campos nas percepções de Fligstein e McAdam (2012). Para que uma ideologia dominante exista, grupos dominantes e poderosos da sociedade promovem um conjunto

de crenças e ideias que são amplamente aceitas. Entre os campos do núcleo dominante do mercado, a homologia estrutural foi idealizada por meio de uma produção cultural que influencia a hierarquia simbólica e converte-se em ou subverte a ordem política (Thiry-Cherques, 2006). É uma forma de integração de diversos campos de interesses e práticas unificadas em uma relação socioeconômica (Ramos Jr, 1982). É uma noção de que os campos podem efetuar mudanças uns nos outros ou cooperarem de alguma forma (Fligstein & McAdam, 2012). Nas abordagens de campos globais (Buchholz, 2016), especialmente de Lim (2021), é possível notar essa ideia de interdependência de campos.

ii) A estrutura de distribuição de diferentes tipos e subtipos de capitais acumulados pelos atores, em determinados momentos, representa a estrutura do mundo social na qual o campo está inserido (Bourdieu, 2011). A pesquisa mostra que a trajetória das ACRs moldou o campo e seu capital acumulado por agentes (Bourdieu, 1986) lhes garantiu determinadas relações, e posicionamento neste núcleo. Também mostra como a variação entre espécies e subespécies de capitais decorrem do processo social historicamente contingente (Bourdieu, 1991[1982]). Mostramos que a análise relacional desses capitais foi importante tendo em vista que só existe em relação a outras propriedades pertinentes (Bourdieu, 1996). Além disso, percebeu-se que a constituição de um capital específico pode estar relacionada a vários outros tipos de capitais, desde que seja reconhecido e legitimado dentro do campo ou muitas vezes incorporado a um tipo de capital simbólico (Bourdieu, 1986), como é o caso do capital comercial e tecnológico.

iii) Os atores acumulam estrategicamente os capitais das ACRs para posicioná-las em posição de influência. Os atores acumulam estrategicamente os capitais das ACRs para posicioná-las relativamente neste espaço de poder. As propriedades das ACRs, historicamente construídas por agentes e seus interesses (Bourdieu, 1994), lhes garantiu influência neste núcleo. Na concepção de Fligstein, os atores sociais hábeis têm capacidade de operar na formação das instituições. Isso mostra que a teoria de campos vê como os atores são importantes para a capacidade de moldar as estruturas de um campo (Fourcade, 2007). Ambiguidades e incertezas são entendidas pelos atores que trabalham para mudar as estruturas do campo (Fligstein e McAdam, 2012).

Como visto, a complementariedade destas duas teorias pode trazer esclarecimentos sobre a estrutura e a ação: de um lado existe a estrutura dos campos e, do outro, atores que formulam e gerenciam as regras para que o campo funcione. E essas perspectivas vão além, pois contribuem para o reconhecimento de campos para além das fronteiras nacionais, algo altamente importante para explorar na teoria de campos de Bourdieu (Buchholz, 2016) ou percepções mais próximas às de Fligstein e McAdam (2012) sobre interdependência de campos globais (Lim, 2021), isto é, uma forma de compreender as relações constituídas entre campos no nível global.

Contribuições para teoria de campos e inovação financeira

Notamos que a literatura da sociologia sobre a inovação financeira concentra-se mais na ideia de performatividade (Engelen et al., 2016). De fato, as inovações se assentam nos conceitos de dispositivos métricos (Musiesa, Millo & Callon, 2007; Trueck & Rachev, 2009) e às práticas calculistas dos “calculative devices” (Pedraza-Acosta & Mouritsen, 2018) nas quais as ACRs estão inseridas. Para Mirowski e Nik-Khah (2004), no entanto, há muitas críticas na literatura sobre a performatividade, uma vez que ela se aproxima muito da teoria econômica neoclássica. Contudo, a compreensão dos economistas sobre o mercado é falha, pois ignoram os aspectos sociais e simplificam tudo na realidade da teoria da ação racional (Bourdieu, 2005; Fourcade, 2007). Os dispositivos permitem o crescimento e a maturidade do mercado (Velthuis, 2020), mas somente o uso da performatividade para entender a estrutura social do mercado pode não ser suficiente.

Pela teoria de campos, mostramos que os eventos do mercado, como as crises, têm papel relevante sobre o crescimento e implementação desses dispositivos. Primeiro, porque a pesquisa traz a visão de Fligstein e Dauter (2007) de que os mercados são sempre fluidos, com produtos e processos em constante mudança baseados nas dinâmicas sociais e relações de poder. Na pesquisa mostramos que os problemas relacionados aos dispositivos e instrumentos das ACRs foram sendo resolvidos aos poucos, mostrando que as fragilidades eram contornadas para buscar estabilidade. Essa é uma prerrogativa que Minsky (1970) já destacava sobre os problemas institucionais que dão possibilidade de serem vistos e corrigidos em crise.

Segundo que assim como Minsky (1970) e Fligstein (2021b), mostramos as narrativas da crise e como ela foi superada considerando as ações estratégicas de atores que usam as inovações financeiras como mecanismo para reestruturação do campo, além da relação com outros campos com esse objetivo. Assim, enquanto a inovação financeira mostrou que os modelos e dispositivos são usados para superar a crise, a teoria de campos mostra como atores estratégicos das ACRs e de outros campos trabalham para restabelecer a ordem (Fligstein & McAdam, 2012). Além disso, em todos os momentos podemos ver a atuação de campos estatais como SEC, BIS, IOSCO e Conselho da União Europeia [CUE] que promoviam um certo tipo de redirecionamento por meio de leis e acordos. Além disso, foi possível notar a atuação de Unidades Internas de Governança [UGIs], como o Office of Credit Ratings (OCR), que assim como sugere a teoria de Fligstein e McAdam (2012), puderam direcionar as ACRs para estabelecer a ordem no campo.

Por fim, a pesquisa traz uma forma de explicar a construção social dos mercados, algo que muitas vezes falta nas contas de inovação de mercados (Fligstein, 2021) e também das crises. Isso porque a pesquisa mostra que o desenvolvimento de inovações financeiras pode funcionar como

respostas às crises e que no crescimento da complexidade do mercado e na temporalidade do estado estável condiciona o redirecionamento.

Apêndices

Apêndice I - Tabelas de contingências completas

Capital Comercial	
('ACR', 'Ano')	('ACR', 'CM')
estatística qui ² : 0.0	estatística qui ² : 17.33
p-valor da estatística: 1.0	p-valor da estatística: 0.0006
('ACR', 'FI')	('ACR', 'IC')
estatística qui ² : 5.33	estatística qui ² : 24.0
p-valor da estatística: 0.149	p-valor da estatística: 0.0
('ACR', 'CI')	('ACR', 'ABS')
estatística qui ² : 12.0	estatística qui ² : 4.0
p-valor da estatística: 0.0074	p-valor da estatística: 0.2615
('ACR', 'GSS')	('ACR', 'OG')
estatística qui ² : 24.0	estatística qui ² : 6.97
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0306
('Ano', 'CM')	('Ano', 'FI')
estatística qui ² : 18.67	estatística qui ² : 9.33
p-valor da estatística: 0.0282	p-valor da estatística: 0.4071
('Ano', 'IC')	('Ano', 'CI')
estatística qui ² : 18.67	estatística qui ² : 13.33
p-valor da estatística: 0.0282	p-valor da estatística: 0.1481
('Ano', 'ABS')	('Ano', 'GSS')
estatística qui ² : 34.67	estatística qui ² : 18.67
p-valor da estatística: 0.0001	p-valor da estatística: 0.0282
('Ano', 'OG')	('CM', 'FI')
estatística qui ² : 10.38	estatística qui ² : 16.0
p-valor da estatística: 0.1095	p-valor da estatística: 0.0669
('CM', 'IC')	('CM', 'CI')
estatística qui ² : 30.67	estatística qui ² : 34.67
p-valor da estatística: 0.0003	p-valor da estatística: 0.0001
('CM', 'ABS')	('CM', 'GSS')
estatística qui ² : 17.33	estatística qui ² : 24.0
p-valor da estatística: 0.0437	p-valor da estatística: 0.0043
('CM', 'OG')	('FI', 'IC')
estatística qui ² : 8.2	estatística qui ² : 18.67
p-valor da estatística: 0.2238	p-valor da estatística: 0.0282
('FI', 'CI')	('FI', 'ABS')
estatística qui ² : 16.0	estatística qui ² : 13.33
p-valor da estatística: 0.0669	p-valor da estatística: 0.1481
('FI', 'GSS')	('FI', 'OG')
estatística qui ² : 21.33	estatística qui ² : 20.24
p-valor da estatística: 0.0112	p-valor da estatística: 0.0025
('IC', 'CI')	('IC', 'ABS')
estatística qui ² : 25.33	estatística qui ² : 20.0

p-valor da estatística: 0.0026	p-valor da estatística: 0.0179
('IC', 'GSS')	('IC', 'OG')
estatística qui ² : 50.67	estatística qui ² : 17.84
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0067
('CI', 'ABS')	('CI', 'GSS')
estatística qui ² : 9.33	estatística qui ² : 16.0
p-valor da estatística: 0.4071	p-valor da estatística: 0.0669
('CI', 'OG')	('ABS', 'GSS')
estatística qui ² : 1.87	estatística qui ² : 24.0
p-valor da estatística: 0.931	p-valor da estatística: 0.0043
('ABS', 'OG')	('GSS', 'OG')
estatística qui ² : 15.84	estatística qui ² : 23.22
p-valor da estatística: 0.0147	p-valor da estatística: 0.0007
Capital Financeiro	
('ACR', 'Ano')	('ACR', 'RC')
estatística qui ² : 0.0	estatística qui ² : 8.0
p-valor da estatística: 1.0	p-valor da estatística: 0.0916
('ACR', 'LO')	('ACR', 'TA')
estatística qui ² : 5.0	estatística qui ² : 17.0
p-valor da estatística: 0.2873	p-valor da estatística: 0.0019
('ACR', 'DP')	('Ano', 'RC')
estatística qui ² : 13.0	estatística qui ² : 56.25
p-valor da estatística: 0.0113	p-valor da estatística: 0.0
('Ano', 'LO')	('Ano', 'TA')
estatística qui ² : 73.75	estatística qui ² : 50.0
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0
('Ano', 'DP')	('RC', 'LO')
estatística qui ² : 52.5	estatística qui ² : 81.25
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0
('RC', 'TA')	('RC', 'DP')
estatística qui ² : 56.25	estatística qui ² : 47.5
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0001
('LO', 'TA')	('LO', 'DP')
estatística qui ² : 62.5	estatística qui ² : 50.0
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0
('TA', 'DP')	
estatística qui ² : 63.75	
p-valor da estatística: 0.0	
Capital Social-organizacional	
('ACR', 'Ano')	('ACR', 'PerfAc')
estatística qui ² : 0.0	estatística qui ² : 6.24
p-valor da estatística: 1.0	p-valor da estatística: 0.2839
('ACR', 'Funci')	('ACR', 'A&I(n)')
estatística qui ² : 31.11	estatística qui ² : 13.03

p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0046
('Ano', 'PerfAc')	('Ano', 'Funci')
estatística qui ² : 37.77	estatística qui ² : 40.58
p-valor da estatística: 0.0094	p-valor da estatística: 0.0006
('Ano', 'A&I(n)')	('PerfAc', 'Funci')
estatística qui ² : 21.81	estatística qui ² : 29.55
p-valor da estatística: 0.0397	p-valor da estatística: 0.0775
('PerfAc', 'A&I(n)')	('Funci', 'A&I(n)')
estatística qui ² : 13.65	estatística qui ² : 25.58
p-valor da estatística: 0.5524	p-valor da estatística: 0.0123
Capital Tecnológico	
('ACR', 'Ano')	('ACR', 'Tecn')
estatística qui ² : 14.6	estatística qui ² : 35.34
p-valor da estatística: 0.0056	p-valor da estatística: 0.0
('Ano', 'Tecn')	
estatística qui ² : 111.59	
p-valor da estatística: 0.0	
Capital Cultural	
('CEO', 'Id')	('CEO', 'ACR')
estatística qui ² : 26.84	estatística qui ² : 40.0
p-valor da estatística: 0.0015	p-valor da estatística: 0.0
('CEO', 'Form')	('CEO', 'EduT')
estatística qui ² : 120.0	estatística qui ² : 26.21
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0019
('CEO', 'ExIn')	('CEO', 'Perf')
estatística qui ² : 46.62	estatística qui ² : 40.0
p-valor da estatística: 0.0002	p-valor da estatística: 0.0
('CEO', 'SetExp')	('CEO', 'TempEx')
estatística qui ² : 40.0	estatística qui ² : 25.49
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0127
('CEO', 'CEO/Dir')	('CEO', 'PRef')
estatística qui ² : 60.27	estatística qui ² : 37.42
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0011
('Id', 'Form')	('Id', 'EduT')
estatística qui ² : 26.84	estatística qui ² : 49.53
p-valor da estatística: 0.0015	p-valor da estatística: 0.0
('Id', 'ExIn')	('Id', 'Perf')
estatística qui ² : 47.19	estatística qui ² : 6.98
p-valor da estatística: 0.0002	p-valor da estatística: 0.0724
('Id', 'SetExp')	('Id', 'TempEx')
estatística qui ² : 6.98	estatística qui ² : 76.03
p-valor da estatística: 0.0724	p-valor da estatística: 0.0
('Id', 'CEO/Dir')	('Id', 'PRef')
estatística qui ² : 23.15	estatística qui ² : 25.38

p-valor da estatística: 0.0059	p-valor da estatística: 0.0451
('Form', 'EduT')	('Form', 'ExIn')
estatística qui ² : 26.21	estatística qui ² : 46.62
p-valor da estatística: 0.0019	p-valor da estatística: 0.0002
('Form', 'Perf')	('Form', 'SetExp')
estatística qui ² : 40.0	estatística qui ² : 40.0
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0
('Form', 'TempEx')	('Form', 'CEO/Dir')
estatística qui ² : 25.49	estatística qui ² : 60.27
p-valor da estatística: 0.0127	p-valor da estatística: 0.0
('Form', 'PRef')	('EduT', 'ExIn')
estatística qui ² : 37.42	estatística qui ² : 59.69
p-valor da estatística: 0.0011	p-valor da estatística: 0.0
('EduT', 'Perf')	('EduT', 'SetExp')
estatística qui ² : 17.14	estatística qui ² : 17.14
p-valor da estatística: 0.0007	p-valor da estatística: 0.0007
('EduT', 'TempEx')	('EduT', 'CEO/Dir')
estatística qui ² : 53.04	estatística qui ² : 28.42
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0008
('EduT', 'PRef')	('ExIn', 'Perf')
estatística qui ² : 40.24	estatística qui ² : 21.79
p-valor da estatística: 0.0004	p-valor da estatística: 0.0013
('ExIn', 'SetExp')	('ExIn', 'TempEx')
estatística qui ² : 21.79	estatística qui ² : 64.43
p-valor da estatística: 0.0013	p-valor da estatística: 0.0
('ExIn', 'CEO/Dir')	('ExIn', 'PRef')
estatística qui ² : 50.31	estatística qui ² : 49.84
p-valor da estatística: 0.0001	p-valor da estatística: 0.0129
('Perf', 'TempEx')	('Perf', 'SetExp')
estatística qui ² : 4.82	estatística qui ² : 33.37
p-valor da estatística: 0.3065	p-valor da estatística: 0.0
('Perf', 'CEO/Dir')	('Perf', 'PRef')
estatística qui ² : 17.62	estatística qui ² : 14.53
p-valor da estatística: 0.0005	p-valor da estatística: 0.0126
('SetExp', 'TempEx')	('SetExp', 'CEO/Dir')
estatística qui ² : 4.82	estatística qui ² : 17.62
p-valor da estatística: 0.3065	p-valor da estatística: 0.0005
('SetExp', 'PRef')	('TempEx', 'CEO/Dir')
estatística qui ² : 14.53	estatística qui ² : 29.94
p-valor da estatística: 0.0126	p-valor da estatística: 0.0029
('TempEx', 'PRef')	('CEO/Dir', 'PRef')
estatística qui ² : 34.56	estatística qui ² : 36.11
p-valor da estatística: 0.0226	p-valor da estatística: 0.0017
Capital Simbólico	

Capital Simbólico	
('ACR', 'Ano')	('ACR', 'P&R')
estatística qui ² : 0.0	estatística qui ² : 15.94
p-valor da estatística: 1.0	p-valor da estatística: 0.0012
('ACR', 'VE')	('ACR', 'TM')
estatística qui ² : 9.43	estatística qui ² : 48.0
p-valor da estatística: 0.0512	p-valor da estatística: 0.0
('ACR', 'RL')	('ACR', 'Campo')
estatística qui ² : 0.0	estatística qui ² : 0.0
p-valor da estatística: 1.0	p-valor da estatística: 1.0
('Ano', 'P&R')	('Ano', 'VE')
estatística qui ² : 47.19	estatística qui ² : 70.66
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.0
('Ano', 'TM')	('Ano', 'RL')
estatística qui ² : 37.26	estatística qui ² : 30.07
p-valor da estatística: 0.0002	p-valor da estatística: 0.0177
('Ano', 'Campo')	('P&R', 'VE')
estatística qui ² : 41.33	estatística qui ² : 22.39
p-valor da estatística: 0.0034	p-valor da estatística: 0.0334
('P&R', 'TM')	('P&R', 'RL')
estatística qui ² : 42.95	estatística qui ² : 6.72
p-valor da estatística: 0.0	p-valor da estatística: 0.8757
('P&R', 'Campo')	('VE', 'TM')
estatística qui ² : 10.48	estatística qui ² : 21.36
p-valor da estatística: 0.7887	p-valor da estatística: 0.0453
('VE', 'RL')	('VE', 'Campo')
estatística qui ² : 20.27	estatística qui ² : 20.43
p-valor da estatística: 0.2083	p-valor da estatística: 0.4312
('TM', 'RL')	('TM', 'Campo')
estatística qui ² : 6.38	estatística qui ² : 11.08
p-valor da estatística: 0.8959	p-valor da estatística: 0.7471
('RL', 'Campo')	
estatística qui ² : 168.0	
p-valor da estatística: 0.0	

Apêndice II - Tabelas de contribuições

Capital Comercial	Dim 1	Dim 2	Coord 1	Coord 2
ACR__Moody's	7.192.283	0.362753	1.137.810	-0.255530
ACR__S&P	7.192.283	0.362753	-1.137.810	0.255530
Ano__2008a2010	0.026871	5.437.002	-0.098354	-1.399.043
Ano__2011a2013	0.388147	3.524.067	-0.373809	-1.126.350
Ano__2014a2016	0.300095	2.296.145	0.328685	0.909182
Ano__2017a2019	0.057183	7.255.936	0.143477	1.616.211
CM__BC↓	4.340.538	0.383147	1.250.038	0.371393
CM__MC↓↑	2.839.211	2.066.358	1.010.997	-0.862490
CM__AC↑	2.211.865	2.762.347	-0.892340	-0.997219
CM__CMA↑↑	5.203.680	6.153.007	-1.368.695	1.488.315
FI__BC↓	5.779.499	2.037.734	1.442.435	0.856495
FI__MC↓↑	0.059127	0.755201	0.145896	-0.521414
FI__AC↑	3.972.094	2.199.980	-1.195.807	0.889940
FI__CMA↑↑	0.427989	4.168.546	-0.392525	-1.225.021
IC__BC↓	9.413.212	2.987.582	1.840.857	1.037.077
IC__MC↓↑	0.525050	6.657.579	0.434762	-1.548.137
IC__AC↑	4.577.675	4.411.016	-1.283.730	1.260.145
IC__CMA↑↑	2.732.901	1.558.692	-0.991889	-0.749085
CI__BC↓	1.065.583	0.611527	0.619362	-0.469201
CI__MC↓↑	2.136.261	1.112.756	0.876957	-0.632923
CI__AC↑	0.045245	0.414287	-0.127625	-0.386191
CI__CMA↑↑	5.203.680	6.153.007	-1.368.695	1.488.315
ABS__BC↓	0.419753	8.689.721	-0.388730	1.768.700
ABS__MC↓↑	4.529.493	0.736880	1.276.956	0.515050
ABS__AC↑	0.849556	2.554.885	-0.553028	-0.959041
ABS__CMA↑↑	0.312105	4.874.600	-0.335198	-1.324.710
GSS__BC↓	9.413.212	2.987.582	1.840.857	1.037.077
GSS__MC↓↑	0.525050	6.657.579	0.434762	-1.548.137
GSS__AC↑	5.401.929	3.177.345	-1.394.523	1.069.507
GSS__CMA↑↑	2.156.475	0.866286	-0.881096	-0.558447
OG__↓Países	1.790.845	2.690.828	-0.593007	-0.726898
OG__↓↑Países	1.876.735	0.051602	-0.900416	0.149305
OG__↑Países	7.034.377	3.041.271	1.378.144	0.906170
Capital Economico-Financeiro	Dim 1	Dim 2	Coord 1	Coord 2
ACR__Moody's	1.697.907	0.309969	-0.451385	-0.192863
ACR__S&P	1.697.907	0.309969	0.451385	0.192863
Ano__2000a2003	5.619.879	8.907.274	-1.298.447	-1.634.681
Ano__2004a2007	1.207.351	1.672.826	-0.601835	0.708412
Ano__2008a2011	0.370460	7.060.912	-0.333373	1.455.429
Ano__2012a2015	0.817992	0.331779	0.495376	0.315490
Ano__2016a2019	10.072.043	2.378.111	1.738.279	-0.844650

RC__↓↓VMB	6.048.551	9.733.557	-1.347.058	-1.708.820
RC__↓VB	2.620.405	0.867316	-0.886635	0.510093
RC__↓↑VM	0.051794	9.453.013	-0.124652	1.684.014
RC__↑VA	1.523.063	0.163164	0.675958	0.221245
RC__↑↑VMA	9.434.761	1.663.956	1.682.388	-0.706531
LO__↓↓VMB	4.244.673	8.689.054	-1.128.451	-1.614.533
LO__↓VB	2.743.963	1.000.729	-0.907298	0.547922
LO__↓↑VM	0.027928	8.941.664	-0.091534	1.637.834
LO__↑VA	0.154965	0.658342	0.215614	0.444412
LO__↑↑VMA	12.181.586	3.438.385	1.911.668	-1.015.635
TA__↓↓VMB	3.570.209	6.545.767	-1.034.922	-1.401.332
TA__↓VB	1.850.110	0.277216	-0.745005	-0.288383
TA__↓↑VM	0.564015	4.100.613	-0.411345	1.109.137
TA__↑VA	0.282276	7.319.800	0.291003	1.481.870
TA__↑↑VMA	12.036.739	2.707.760	1.900.269	-0.901292
DP__↓↓VMB	5.230.523	3.379.585	-1.252.660	-1.006.914
DP__↓VB	2.932.080	0.001529	-0.937883	-0.021415
DP__↓↑VM	0.168510	2.609.063	-0.224840	0.884714
DP__↑VA	0.911190	4.245.191	0.522835	1.128.520
DP__↑↑VMA	11.939.121	3.233.458	1.892.548	-0.984905
Capital Organizacional-Social	Dim 1	Dim 2	Coord 1	Coord 2
ACR__Moody's	11.319.120	0.027998	-1.063.914	0.052913
ACR__S&P	11.319.120	0.027998	1.063.914	-0.052913
Ano__2000a2003	2.268.387	8.849.463	-0.753058	-1.487.402
Ano__2004a2007	0.720566	4.200.181	-0.424431	-1.024.717
Ano__2008a2011	0.577812	13.151.844	-0.380070	1.813.274
Ano__2012a2015	0.438087	7.971.459	0.330941	1.411.689
Ano__2016a2019	6.018.363	2.032.578	1.226.618	-0.712843
PerfAc__CO	1.669.498	0.037773	0.913646	-0.137428
PerfAc__CS	1.624.856	12.367.473	-0.570062	1.572.735
PerfAc__FC	0.845452	0.564726	-0.919485	-0.751483
PerfAc__FM	4.506.709	2.318.425	0.905208	-0.649255
PerfAc__IF	1.600.739	5.760.923	1.265.203	2.400.192
PerfAc__n.a	3.363.918	5.838.300	-0.782062	-1.030.296
Funci__↓↓QMB	10.735.097	6.005.786	-1.638.223	-1.225.335
Funci__↓QB	5.960.372	12.532.266	-1.220.694	1.770.047
Funci__↓↑QM	1.132.266	2.580.266	0.501612	-0.757227
Funci__↑QA	6.082.789	3.390.707	1.318.309	-0.984263
Funci__↑↑QMA	5.208.274	5.460.619	1.141.082	1.168.398
A&I(n)__0-2Aq	11.093.317	0.000289	-1.027.865	0.005243
A&I(n)__3-4Aq	3.340.772	1.218.580	0.817407	-0.493676
A&I(n)__5-7Aq	5.449.347	4.560.579	1.347.757	1.232.961
A&I(n)__8-9Aq	4.725.139	1.101.768	1.774.850	-0.857037
Capital Tecnológico	Dim 1	Dim 2	Coord 1	Coord 2
ACR__Moody's	12.419.205	3.508.926	-0.894622	0.475532

ACR__S&P	10.816.727	3.056.161	0.779187	-0.414173
Ano__2000a2003	7.248.881	0.907759	-1.491.922	0.527954
Ano__2004a2007	4.319.252	0.001635	-0.707837	0.013774
Ano__2008a2011	2.538.931	0.246801	-0.536762	-0.167352
Ano__2012a2016	5.347.774	19.242.064	0.857097	-1.625.808
Ano__2017a2019	16.653.744	24.535.269	1.762.025	2.138.709
Tecn__DP	1.456.961	0.723377	-0.668859	-0.471295
Tecn__FT	9.980.669	1.012.572	-1.031.139	0.328435
Tecn__IA	4.097.068	10.241.436	1.887.975	2.984.971
Tecn__SDA	10.628.597	9.065.576	1.277.420	-1.179.760
Tecn__ST	1.534.337	0.258102	-1.155.367	-0.473866
Tecn__SV	0.258804	3.180.742	0.186118	-0.652480
Tecn__TA	10.496.687	17.229.311	2.797.772	3.584.431
Tecn__WS	2.178.038	6.163.792	-0.935182	1.573.213
Tecn__n.a	0.024324	0.626477	-0.205727	-1.044.064
Capital cultural	Dim 1	Dim 2	Coord 1	Coord 2
ACR__Moody's	2.446.970	1.421.514	-0.766337	-0.584092
ACR__S&P	2.446.970	1.421.514	0.766337	0.584092
Ano__2000a2003	0.089952	0.868763	-0.232317	0.721982
Ano__2004a2007	0.415325	0.197856	-0.499194	0.344549
Ano__2008a2011	0.855276	1.059.805	-0.716356	0.797423
Ano__2012a2015	0.351995	1.538.264	0.459562	-0.960707
Ano__2016a2019	1.627.912	1.359.755	0.988305	-0.903246
CEO__McDaniel	3.780.852	3.903.973	-1.099.942	-1.117.708
CEO__McGrawIII	0.027802	8.008.048	-0.101319	1.719.540
CEO__Peterson	8.244.617	3.389.746	2.377.699	-1.524.597
CEO__RutherJr	0.057270	1.076.868	0.234477	1.016.756
Id__>45/50<	4.217.083	2.771.457	-1.422.744	-1.153.386
Id__>50/55<	0.551849	0.727381	0.469830	-0.539400
Id__>55/60<	0.891816	0.062688	0.654272	0.173466
Id__>60/65<	0.109095	6.895.264	0.255846	2.034.001
Form__BA	0.027802	8.008.048	-0.101319	1.719.540
Form__CP	3.780.852	3.903.973	-1.099.942	-1.117.708
Form__DIR	0.057270	1.076.868	0.234477	1.016.756
Form__MT	8.244.617	3.389.746	2.377.699	-1.524.597
EduT__20a30	4.180.590	2.342.691	-1.350.651	-1.011.071
EduT__30a35	0.158091	0.130987	-0.290371	0.264310
EduT__36a40	0.027888	1.347.692	0.115699	0.804296
EduT__>40/43<	5.544.387	0.010209	1.631.351	0.070003
ExIn__1a5	4.557.728	1.667.210	1.767.851	-1.069.219
ExIn__6a10	1.233.664	0.149805	1.088.264	0.379227
ExIn__11a15	2.185.900	1.669.430	-1.448.607	-1.265.959
ExIn__16a20	1.409.787	0.133847	-1.061.993	-0.327227
ExIn__21a25	0.253669	0.029185	-0.450484	0.152801
ExIn__26a30	0.120340	0.959303	-0.310277	0.876038

ExIn__+30	0.005499	2.475.889	0.072657	1.541.705
Perf__Vfor	1.748.858	0.719037	-0.504360	0.323399
Perf__Vfra	8.244.617	3.389.746	2.377.699	-1.524.597
SetExp__BC	8.244.617	3.389.746	2.377.699	-1.524.597
SetExp__FI	1.748.858	0.719037	-0.504360	0.323399
TempEx__15a20	4.120.565	3.234.680	-1.482.442	-1.313.454
TempEx__20a25	0.190348	0.104621	-0.318621	-0.236216
TempEx__26a30	0.676209	0.134638	0.735505	-0.328193
TempEx__31a35	1.346.140	0.447764	0.847314	0.488679
TempEx__35a36	0.517703	3.948.395	0.595815	1.645.439
CEO/Dir__1E	4.374.410	0.811300	1.270.892	-0.547318
CEO/Dir__2E	3.889.214	2.634.587	-1.047.917	-0.862487
CEO/Dir__3E	0.002544	0.673439	-0.078141	1.271.319
CEO/Dir__4E	0.054698	9.634.800	0.181160	2.404.346
PRef__(+)15P	0.012623	2.351.533	0.246148	3.359.666
PRef__10a15P	0.000166	3.371.311	0.019933	2.844.494
PRef__1P	0.298707	0.410344	-0.535498	-0.627639
PRef__2a5P	1.403.426	1.072.426	2.595.467	-2.268.842
PRef__6a10P	3.333.298	0.324338	1.206.039	0.376204
PRef__nda	1.890.126	0.630481	-0.673521	-0.388993
Capital Simbólico	Dim 1	Dim 2	Coord 1	Coord 2
ACR__Moody's	0.700478	9.258.087	0.313156	1.138.478
ACR__S&P	0.700478	9.258.087	-0.313156	-1.138.478
Ano__2000a2003	1.410.949	3.802.607	0.769804	-1.263.762
Ano__2004a2007	4.881.865	2.204.972	1.280.745	-0.860738
Ano__2008a2011	1.526.281	4.506.079	0.653727	1.123.255
Ano__2012a2015	3.662.427	0.965446	-1.109.313	0.569552
Ano__2016a2019	9.190.433	0.007773	-1.964.684	-0.057138
P&R__n.a	5.620.865	7.354.912	1.254.529	-1.435.052
P&R__↑QAP	3.431.057	0.323202	-0.941699	-0.289025
P&R__↓QBP	0.797774	13.407.887	0.454086	1.861.565
P&R__↓↑QMP	2.260.648	0.309042	-0.871538	-0.322239
VE__↑VA	1.346.827	0.683876	-0.709095	0.505286
VE__↑↑VMA	10.295.368	0.330701	-2.079.436	-0.372685
VE__↓VB	0.112165	2.077.480	0.194133	-0.835484
VE__↓↑VM	2.370.310	2.243.751	0.850895	-0.827867
VE__↓↓VMB	4.085.376	7.519.646	1.171.617	1.589.529
TM__>100/110<	1.122.076	11.851.300	-0.538529	1.750.173
TM__>140/150<	2.698.995	9.906.148	0.907976	-1.739.505
TM__>150/160<	7.014.012	1.535.219	-1.346.422	-0.629917
TM__>90/100<	5.701.638	0.565371	1.319.694	0.415566
RL__Cód	5.703.472	0.422301	2.188.816	-0.595594
RL__Lei	1.069.961	2.896.937	0.547347	0.900634
RL__Norm	2.382.312	0.413804	1.414.617	-0.589572
RL__Recon	0.014818	0.170811	0.111565	0.378789

RL_n.a	5.694.025	0.712900	-0.892840	-0.315921
Campo__BIS	2.382.312	0.413804	1.414.617	-0.589572
Campo__CUE	0.092942	4.882.984	0.228140	1.653.624
Campo__FMI	0.380303	0.839649	-0.799317	1.187.691
Campo__IOSCO	5.703.472	0.422301	2.188.816	-0.595594
Campo__SEC	1.952.337	0.000024	0.905528	0.003206
Campo__n.a	5.694.025	0.712900	-0.892840	-0.315921