COVERED BOND: UMA OPÇÃO PARA O BRASIL?

Papéis instrumentalizam financiamentos imobiliários residenciais ou comerciais, com garantia real dos próprios imóveis

Júlio César Paranatinga Carneiro*

A PERSPECTIVA de crescimento do crédito imobiliário nos próximos anos suscita a discussão sobre fontes adequadas de recursos de médio e longo prazo. Nesse contexto, é sempre válido conhecermos a experiência internacional, e um modelo que tem atraído atenção é o de *covered bonds*. Esses títulos são muito utilizados na Europa, ao passo que os MBS (*mortgage backed securities*), também existentes em vários países europeus, são tipicamente uma criação do mercado financeiro norte-americano. A análise das características dos dois papéis permite evidenciar a estrutura do mercado financeiro que o gestou.

Nos Estados Unidos, é notória a enorme quantidade e variedade de instituições, depositárias ou não, que desempenham uma função financeira. O mercado de crédito imobiliário norte-americano se caracteriza pela existência de uma infinidade de originadores de crédito imobiliário, em nível local e em nível estadual, de reduzido tamanho, que vendem os créditos para instituições maiores e assim sucessivamente. No final da linha, esses créditos vão parar nas grandes securitizadoras (Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae) ou vão para *trusts* por elas criados ou, ainda, e com mais freqüência logo antes da crise, para SPV (*special purpose vehicles*), criados para securitizar os chamados *non-conforming loans*, ou seja, aqueles financiamentos que não se encaixavam dentro dos parâmetros exigidos pelas grandes securitizadoras.

Assim, os MBS, emitidos com várias *tranches* de acordo com o risco ou mesmo partes do portfólio[1], são adequados para a estrutura do mercado norte-americano, composto por originadores que não pretendem ficar com os créditos até o vencimento dos contratos, seja por não serem instituições depositárias, seja por serem de pequeno porte. Em todos os casos, os custos que essas instituições incorreriam para obter *funding* em quantidade e prazo necessários para carregar esses créditos em carteira seriam muito superiores aos incorridos com a securitização.

Na Europa, por sua vez, há grandes bancos depositários que concedem crédito imobiliário. Muitas vezes, pode ser interessante securitizar esses créditos, mas outras vezes é mais vantajoso mantê-los em carteira. Se a instituição tem porte, tradição e está capitalizada, o *covered bond* pode ser um instrumento mais adequado do que o MBS.

O mercado de *covered bond* tem longa história, datando as primeiras emissões de 1770, na Prússia, 1797, na Dinamarca, 1825, na Polônia, e 1852, na França. Inicialmente, esses títulos foram usados para financiar a agricultura e, posteriormente, passaram a ser utilizados nos financiamentos imobiliários residenciais e comerciais. Existem atualmente cerca de 20 países europeus com mercado ativo de *covered bonds*.

De acordo com o *European Covered Bond Council*, esses papéis são instrumentos de dívida garantidos por financiamentos imobiliários residenciais ou comerciais (com garantia real dos imóveis), empréstimos ao setor público, bônus governamentais ou financiamentos para a indústria naval. Esse conjunto de ativos de garantia é chamado de *cover pool*. Suas características essenciais são:

I - O emissor é uma instituição de crédito sujeita à supervisão e regulação de uma entidade pública[2], ou seja, estão sujeitas a padrões e normas relacionadas com gerenciamento de riscos de crédito, de mercado, operacional e de liquidez;

II - os ativos do *cover pool* são blindados, ou seja, em caso de insolvência da instituição de crédito emissora, eles serão usados para pagar os detentores dos bônus antes dos demais credores da instituição;

III - a instituição de crédito emissora tem a obrigação de garantir que o valor do *pool* de ativos seja igual ou maior que o valor dos *covered bonds* durante todo o tempo de sua maturidade. Para isso, pode ser requerido que ela adicione mais ativos ao *pool* para compensar os vencidos e os inadimplentes;

IV – as obrigações e responsabilidades da instituição de crédito com relação ao *pool* de ativos são supervisionadas[3] por um órgão público ou por um organismo privado independente.

Assim, o investidor em *covered bond* tem como fonte de pagamento os recursos provenientes tanto do próprio *pool* de ativos quanto do fluxo de caixa da instituição de crédito emissora (ou garantidora). Esse direito (*full recourse right*) é uma importante diferença entre MBS e *covered bonds*. Nos MBS europeus, os investidores têm como fonte de pagamento apenas o fluxo de caixa dos ativos securitizados.

Há formas diferentes de blindar os ativos do *cover pool*:

I - a própria legislação exclui os ativos da massa falida ou estabelece uma preferência para os detentores dos bônus;

II - o *pool* é transferido para uma SPE, que garante as obrigações da instituição referentes ao bônus.

Em alguns países, é exigida a chamada *overcollaterilization*, ou seja, o valor do *cover pool* tem que ser superior ao valor do *covered bond*.

Além disso, os ativos que lastreiam a emissão têm de observar os padrões mínimos de qualidade, estabelecidos em lei específica ou, na sua ausência, nos contratos sob os quais os *covered bonds* foram emitidos. Esses padrões de qua-

lidade na originação incluem um *loan-to-value* máximo de 60% a 80%.

No que se refere à supervisão especial, o *European Covered Bond Council* é bastante claro em ressaltar que se trata de algo distinto da supervisão geral a que estão sujeitas as instituições financeiras[4]. Suas principais características são:

I - um monitor especial para o *pool* de ativos;

II - auditoria periódica do *pool* pelo monitor;

III - em caso de insolvência da instituição de crédito emissora (ou garantidora), há gerenciamento contínuo e manutenção do *pool*, de forma a garantir pagamentos pontuais aos detentores dos bônus.

Em alguns países, essa tarefa de fiscalização especial é atribuída à autoridade pública e a emissão desses títulos tem de ser previamente autorizada por ela. Essa autoridade pública é, em muitos países, o supervisor do sistema financeiro (no caso do Brasil, o Banco Central), em outros, a autoridade de supervisão do mercado de capitais (no caso do Brasil, a CVM) e, em alguns, ambas as autoridades. Essas autoridades públicas nomeiam ou aprovam o monitor do *pool* de ativos e podem também conduzir aleatoriamente auditorias próprias.

Em outros países, especialmente naqueles onde a emissão de *covered bonds* não é regulada por uma legislação específica, a supervisão especial é realizada por um auditor externo, independente, indicado pela instituição financeira emissora ou garantidora que audita o *pool* de ativos e por um agente fiduciário externo, que tem o objetivo de salvaguardar os interesses dos investidores, de modo que, por exemplo, modificações nas cláusulas contratuais da emissão não possam ocorrer sem o consentimento desse agente fiduciário.

A maioria dos países europeus adotou os *covered bonds* em seus sistemas financeiros ou por meio de legislação específica ou por meio de contratos sob uma legislação geral. Geralmente, legislações específicas existem em países com mercados mais maduros na emissão de *covered bond*, enquanto nos mercados mais novos as emissões são estruturadas por contrato, como Japão e Canadá.

De acordo com o *European Covered Bond Council*, o saldo devedor total dos *covered bonds* emitidos alcançou o valor de 2,4 trilhões de euros em 2009, representando um crescimento de 4,9% em relação a 2008. Desse total, 67% são lastreados exclusivamente em financiamentos garantidos por imóveis (*covered bonds backed by mortgage*).

Quanto às emissões de novos *covered bonds*, houve uma queda em 2009 em relação a 2008, invertendo uma longa tendência de crescimento: foram emitidos 529 bilhões de euros, contra 651 bilhões de euros em 2008. Já as emissões de *covered bonds* exclusivamente lastreados em financiamentos com garantia real de imóveis foram de 427 bilhões de euros em 2009 e de 507 bilhões de euros em 2008, 81% e 78%, respectivamente, do total emitido, demonstrando uma clara preferência recente por esse tipo de lastro, principalmente após a crise.

Atualmente, os *covered bonds* são emitidos em 24 países, dos quais 21 são europeus. Além dos países europeus, Canadá, Estados Unidos e Ucrânia também emitiram esses papéis. A Alemanha é a que detém o maior volume de *covered bonds* (saldo devedor de 719 bilhões de euros), seguida pela Espanha (353 bilhões de euros), pela Dinamarca (327 bilhões de euros) e pela França (289 bilhões de euros). Todavia, se considerarmos apenas os *covered bonds* com lastro em financiamentos com garantia real de imóveis, a Espanha aparece em primeiro lugar (337 bilhões), depois a Dinamarca (319 bilhões), Alemanha (225 bilhões) e Reino Unido (201 bilhões).

O atual debate econômico brasileiro ressalta a importância de encontrar formas alternativas de *funding* para financiamentos de longo prazo, inclusive para o crédito imobiliário. Sem prejuízo do modelo de *funding* alternativo que instituímos no país, o mercado de securitização baseado no modelo americano, novas alternativas de *funding*, complementares às atuais, merecem ser estudadas e uma delas, certamente, é o *covered bond*.



sxc.hu

Os ativos do cover pool são blindados: em caso de insolvência da instituição emissora, eles serão usados para pagar os detentores dos bônus antes dos demais credores

1 Por exemplo, uma *tranche* só transfere o fluxo dos juros do lastro, outra só o fluxo das amortizações, outras podem repassar apenas juros ou amortizações durante determinados subperíodos do prazo total de amortização dos ativos do lastro etc.

2 Ou, caso o emissor não seja instituição financeira, os pagamentos aos investidores do *covered bond* são plenamente garantidos por uma instituição de crédito supervisionada.

3 Chamada de *supervisão especial*.

4 Relacionada com a estabilidade geral do mercado financeiro, o interesse dos clientes em geral, a proteção dos depósitos, etc.

*Chefe-adjunto do Departamento de Normas do Sistema Financeiro do Banco Central.