

The background features a stylized architectural sketch of a multi-story building with a grid of windows. In the foreground, a bicycle rack with several circular frames is visible. The entire scene is rendered in shades of blue and black, with a dark blue rectangular area on the right side containing the title text.

RELATÓRIO DE CONSULTORIA
TÉCNICA SOBRE
**LETRAS IMOBILIÁRIAS
GARANTIDAS E O CRÉDITO
HABITACIONAL**

RELATÓRIO DE CONSULTORIA
TÉCNICA SOBRE
**LETRAS IMOBILIÁRIAS
GARANTIDAS E O CRÉDITO
HABITACIONAL**

correalização



realização



FICHA TÉCNICA

Presidente da CBIC

Presidente da CII/CBIC

Diretor Executivo da CII/CBIC

Coordenação Geral e Lider do Projeto

Coordenação de projetos CBIC

Gestão do Projeto

Assessoria Técnica

Conteúdo

Projeto Gráfico

José Carlos Martins Presidente da CBIC

Flavio Domingos Prando SECOVI-SP

Abelardo Campoy Diaz SECOVI-SP

Celso Luiz Petrucci Economista Chefe SECOVI-SP

Georgia Grace Bernardes Coordenadora de Projetos da CBIC

Ludmila Pires Fernandes Gestora de Projetos da CII-CBIC

Luis Fernando Melo Mendes Economista

Claudia Magalhães Eloy Magalhães & Eloy Consultoria e Assessoria

Gadioli Cipolla Branding e Comunicação



Brasília-DF, junho de 2016

Câmara Brasileira da Indústria da Construção - CBIC
SBN - Quadra 01 - Bloco I
Ed Armando Monteiro Neto, 3º e 4º andar
CEP: 70040-913
Telefone: (61) 3327-1013
www.cbic.org.br - www.facebook.com/cbicbrasil

RELATÓRIO DE CONSULTORIA
TÉCNICA SOBRE
**LETRAS IMOBILIÁRIAS
GARANTIDAS E O CRÉDITO
HABITACIONAL**

correalização



realização



APRESENTAÇÃO

O crédito imobiliário no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), que entre 2006 e 2013 teve período de crescimento exponencial, vem apresentando uma sensível redução em suas operações nos últimos anos. Estudos já realizados indicam que as fontes existentes no âmbito do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) – Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Letras de Crédito Imobiliário (LCI) – não foram, até o momento e por motivos distintos, capazes de contribuir satisfatória ou significativamente para a expansão da oferta de crédito imobiliário no país para além dos limites do SFH.

Preocupada com o futuro do mercado imobiliário, a Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC) contratou o presente estudo, com correalização do Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial (SENAI), com o objetivo de apresentar propostas concretas para efetivar a melhoria do crédito.

Nesse contexto, destaca-se a introdução da Letra Imobiliária Garantida (LIG), instrumento que se assemelha aos covered bonds, esses de grande relevância no mercado imobiliário europeu. A LIG, em função de suas características que a distingue dos CRIs e LCIs, tem potencial para viabilizar a expansão do funding e a necessária expansão do crédito imobiliário no Brasil. Não obstante, há o risco de a LIG se constituir em apenas mais um instrumento de captação bancária, sem impacto relevante no crédito imobiliário.

Do ponto de vista da regulamentação, sua origem está na Medida Provisória 656, de outubro de 2014, antecedida por uma série de menções, apresentações e estudos em torno dessa possibilidade, pelo menos desde 2008. Em janeiro de 2015, a Lei 13.097 foi sancionada, instituindo a regulamentação das LIGs em caráter definitivo. Dois anos depois, em

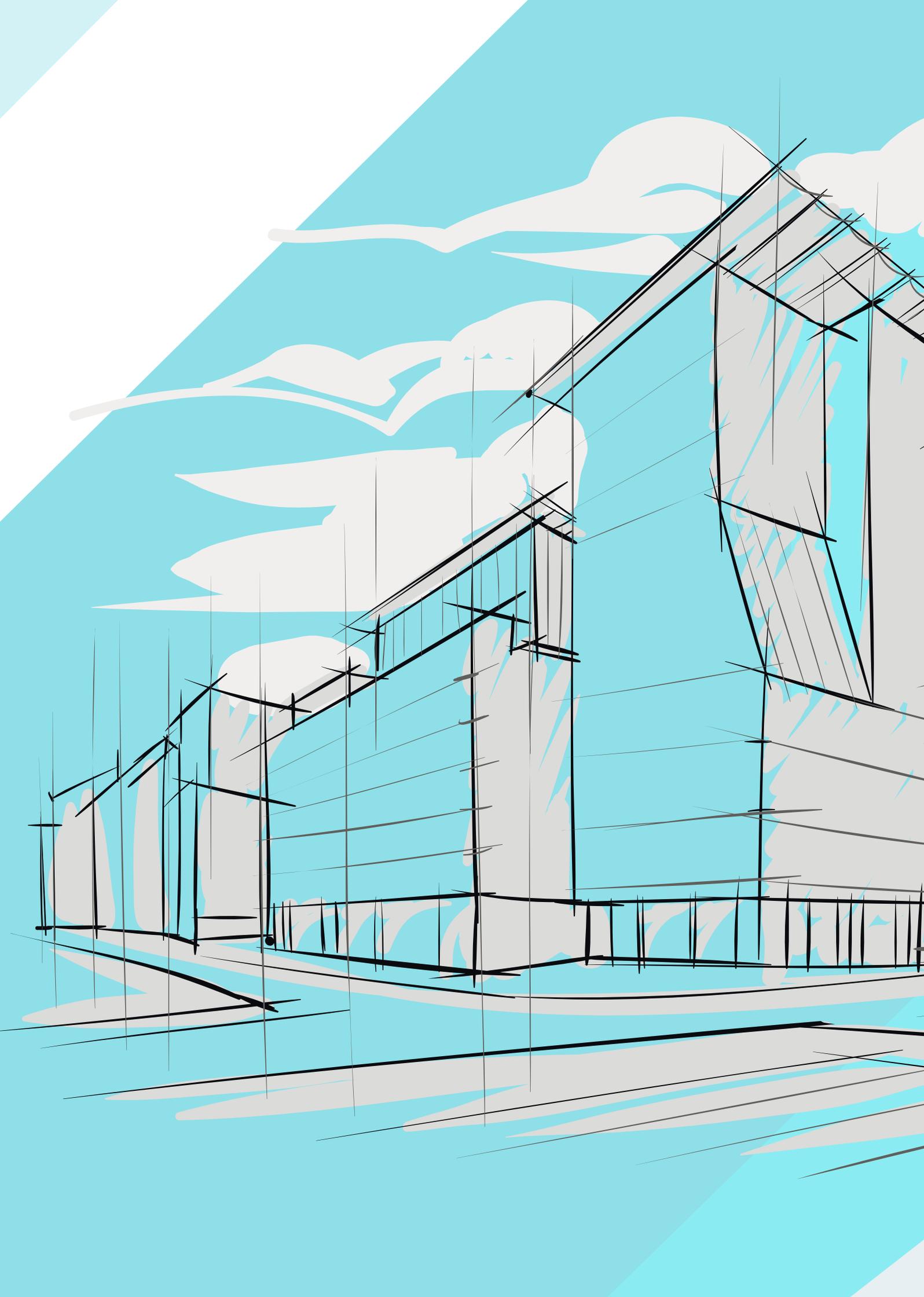
janeiro de 2017, o Banco Central publicou a minuta da Resolução que disciplina as disposições desta Lei e abriu consulta pública, sob Edital 50/2017, com prazo até 30 de abril de 2017.

O presente estudo visa fornecer subsídios para a elaboração de proposta da Câmara Brasileira da Indústria da Construção no processo de consulta pública, aberto pelo Banco Central do Brasil. Além de tratar especificamente da Resolução, ainda em minuta, abrange a inserção desses títulos e sua relevância para o mercado imobiliário buscando justamente situar este novo instrumento no contexto mais amplo das fontes e sistemas de financiamento imobiliário no Brasil.



SUMÁRIO

Antecedentes	08
Escopo e Método	13
Introdução	16
1 SFH e SFI – o funding para o crédito imobiliário no Brasil	20
2 O Crédito Direcionado e as LIGs	28
3 O potencial da LIG no Brasil	40
3.1 Potencial de Emissão	40
3.2 Potencial de expansão do crédito imobiliário com a LIG	45
3.3 Demanda potencial por LIG	47
4 Covered Bonds – uma breve revisão	54
5 Análise crítica da regulamentação proposta	72
5.1 O modelo brasileiro	74
5.2 A segregação da Carteira de Ativos	74
5.3 Segurança da LIG – o duplo recurso	78
5.4 O Programa de Emissão de LIGs	79
5.5 A composição da Carteira de Ativos	80
5.6 Os limites estabelecidos	82
5.7 Sobrecolateralização	84
5.8 Registro	85
5.9 O Agente Fiduciário	86
5.10 Supervisão	88
5.11 Plano de Transição	89
5.12 Transparência	89
5.13 Aspectos Ambíguos	90
5.14 Referências Cruzadas e outras questões	91
6 Recomendações sobre a regulamentação da LIG	94
7 Considerações Finais	104
Referências Bibliográficas	108





ANTECEDENTES

ANTECEDENTES

Em contraste com o período de forte expansão do crédito imobiliário lastreado no Sistema de Financiamento Habitacional (SFH), vivido entre 2006 e 2014, desde o ano de 2015 o país vive uma forte retração da oferta de financiamento lastreado no Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Embora tenha havido uma significativa perda de captação líquida pela poupança nesse período – com redução do saldo de R\$522 bi (em dez/2014) para R\$516 bi (dez/2016) contra uma inflação no período de 17,6%¹ (uma perda real de 16%) –, a redução da concessão de financiamento pelo SBPE foi bem maior – de R\$112,9 bi em 2014, para R\$75,6 bi em 2015 e apenas R\$46,6 bi em 2016 (65% entre 2014 e 2016) – confirmando as observações do estudo realizado por esta consultoria sobre o SBPE para a CBIC, no ano passado.

Para além das constatações de perdas e quedas – 5,1% de redução na atividade da construção civil², refletindo a diminuição no número de lançamentos e vendas³ – o momento agora é de preparação para o retorno do crescimento. A poupança já exhibe um movimento de recuperação – captação líquida negativa de aproximadamente R\$1,3 bi no último semestre (set/16 a fev/17) contra R\$22,9 bi negativos no semestre imediatamente anterior (mar/16 a ago/16) – confirmando a tendência prevista pela modelagem efetuada no âmbito do referido trabalho anterior. Ademais, a relação entre o estoque da poupança e o PIB fechou 2016 em 8,2%, mantendo a média histórica (desde 1995) inalterada em 7,6%. A tendência de queda da inflação e da taxa Selic sinaliza a melhora da posição da poupança relativamente a outros investimentos e, portanto, a retomada das captações líquidas positivas, como admitiu a Abecip em seu Boletim Informativo de Crédito Imobiliário e Poupança (Jan/2017, p.3).

A entrada no mercado das Letras Imobiliárias Garantidas (Lei 13097/2015) é outra perspectiva da maior relevância para o setor habitacional. Análises previamente realizadas indicam a importância de expandir o funding para o crédito imobiliário. O SFH, embora exiba um potencial ainda subaproveitado, tem uma capacidade limitada de prover funding, em torno de 15% do PIB. Os instrumentos criados no âmbi-

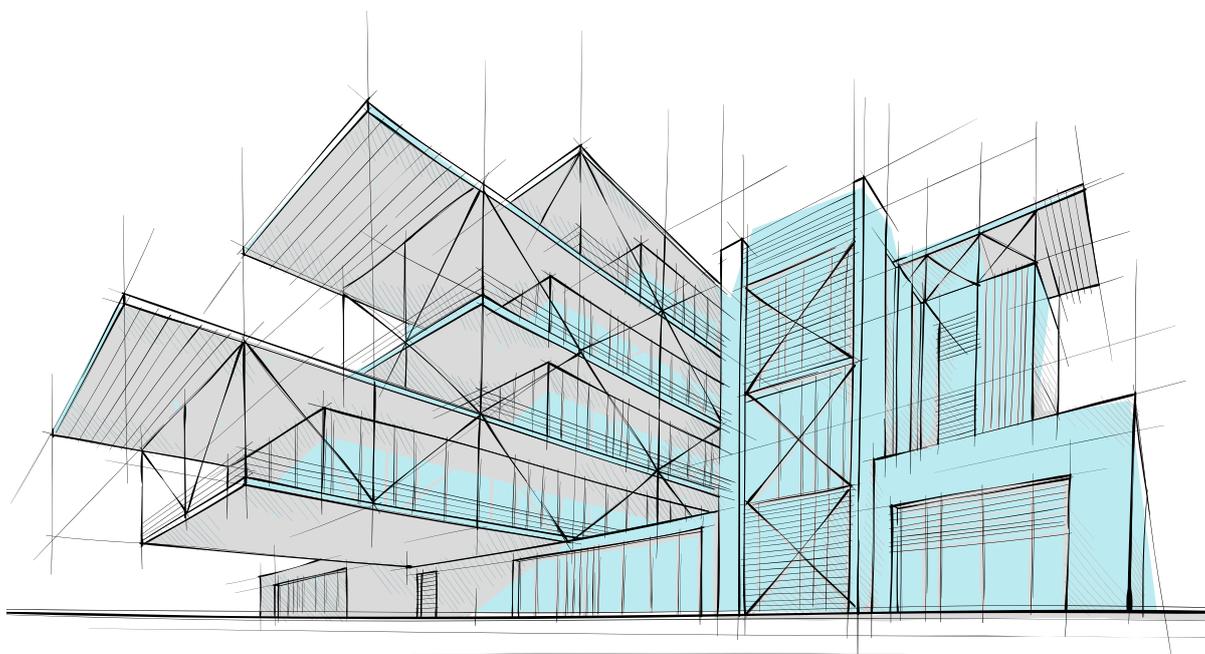
1 - IPCA (IBGE).

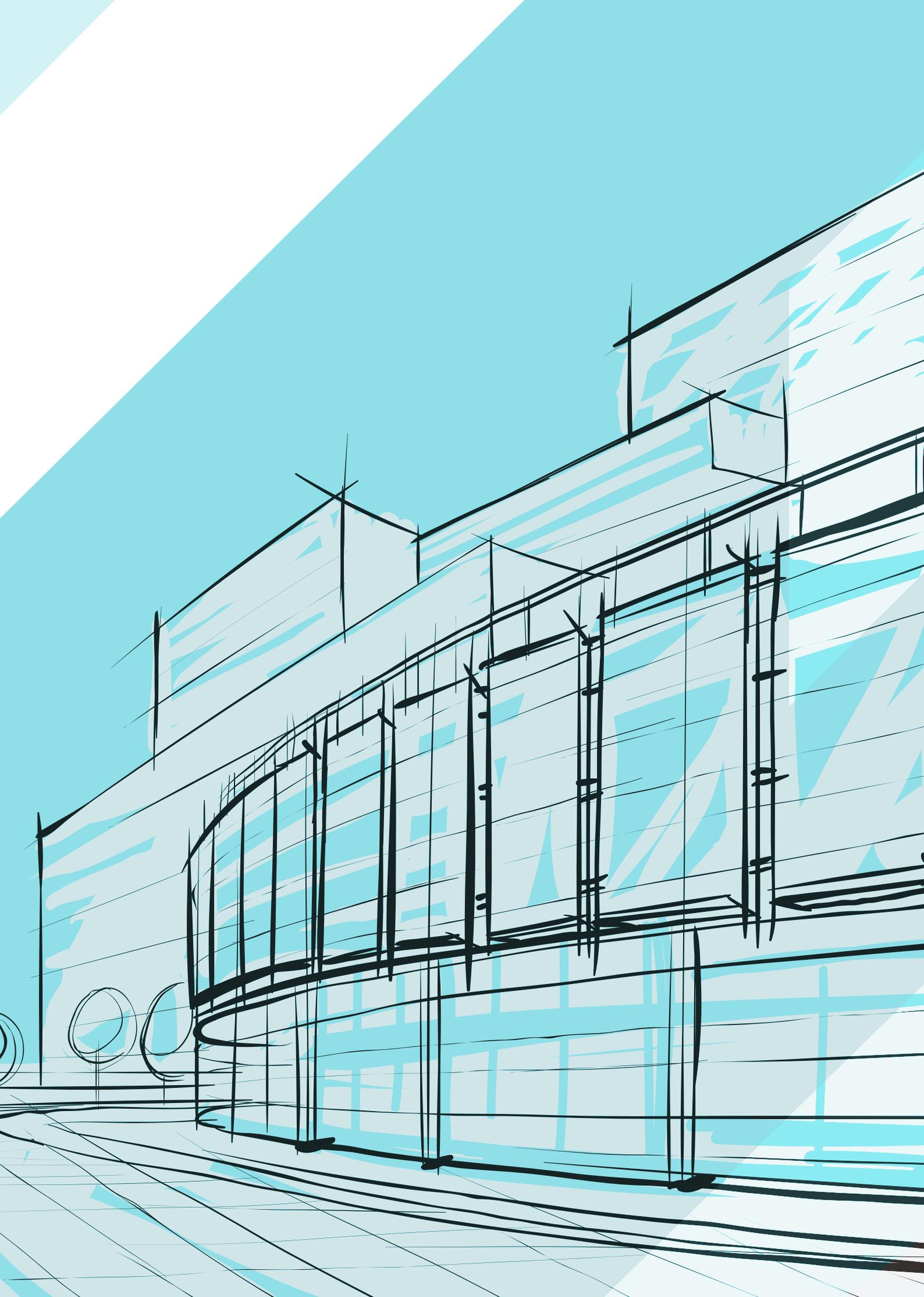
2 - IBGE

3 - Entre janeiro e novembro de 2016, reduções de 30% e 20%, respectivamente, segundo a própria CBIC.

to do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) seguem sem conseguir promover significativa expansão do crédito imobiliário: os CRIs, mesmo após duas décadas, exibem um estoque pouco relevante, de cerca de R\$73 bi (dez/16); e, as LCIs, mais recentes, que embora tenham tido um crescimento importante – de R\$5,7 bi em out/2006 para R\$183,3 bi em dez/2016⁴ – possuem características pouco adequadas para funding de longo prazo e, conseqüentemente, pouco efeito têm surtido na almejada ampliação da oferta de financiamento. Nesse cenário, as LIGs oferecem uma alternativa importante, talvez única, com potencial para uma captação significativa em termos de volume, relativamente mais barata que os demais instrumentos do SFI e de prazos mais alongados que as LCIs, configurando, assim, fonte promissora.

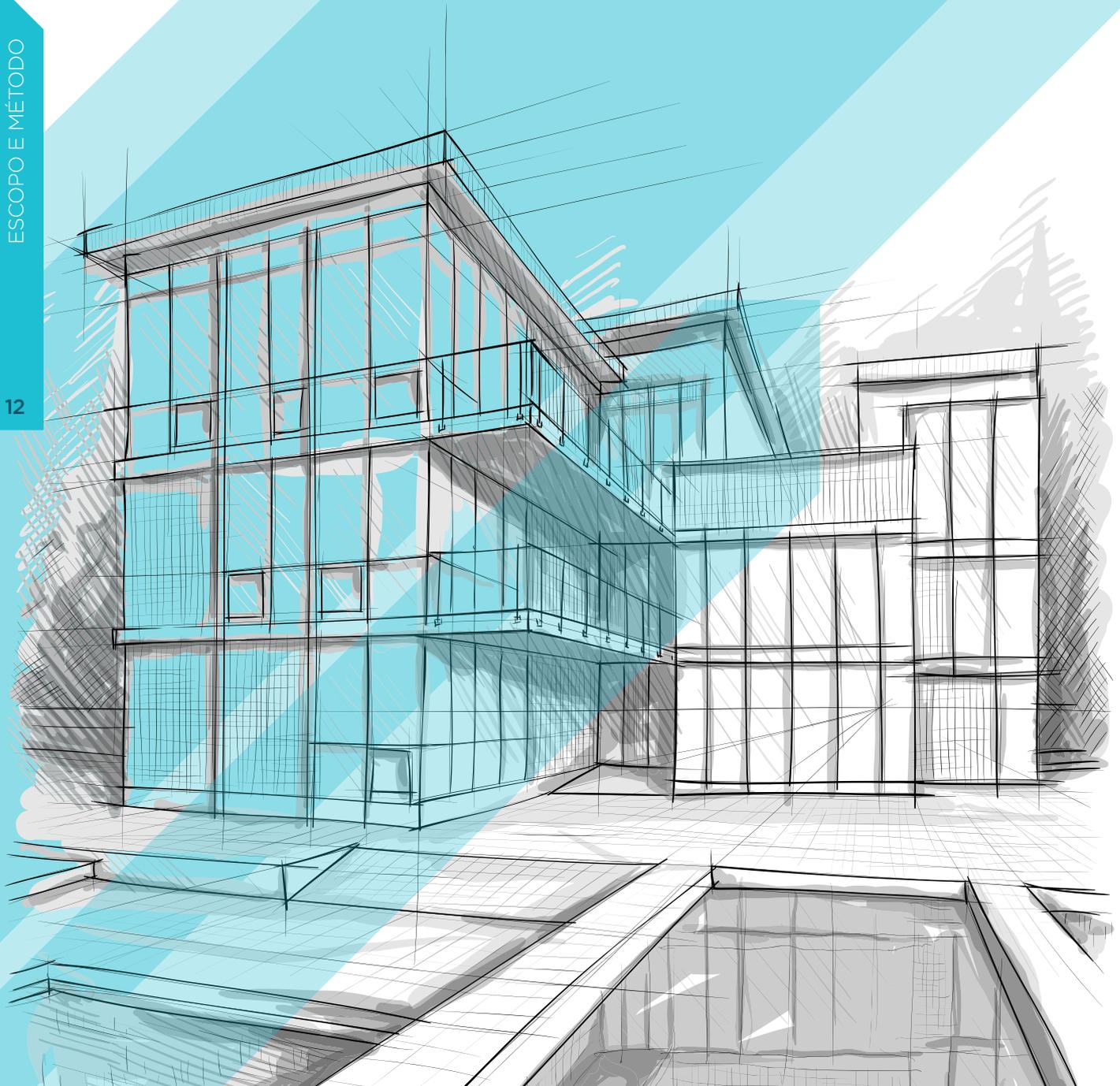
Não obstante, para que a LIG se consolide como importante fonte de captação, propicie o alongamento dos prazos e a redução dos custos de captação em relação às LCIs, e, principalmente, para que promova a expansão do mercado de crédito imobiliário, sua regulamentação precisa ser cuidadosamente desenhada. A atual consulta pública realizada pelo Banco Central sobre a minuta da Resolução da LIG – Edital 50/2017 – abre espaço para a discussão em torno desse desenho e motivou o estudo aqui apresentado.





The image features a stylized architectural sketch of a building facade, rendered in black lines on a light blue background. The sketch shows a multi-story structure with a grid of windows and a prominent horizontal line across the middle. A large, solid teal shape is overlaid on the right side of the image, containing the text 'ESCOPO E MÉTODO'. The overall aesthetic is modern and graphic.

ESCOPO E MÉTODO



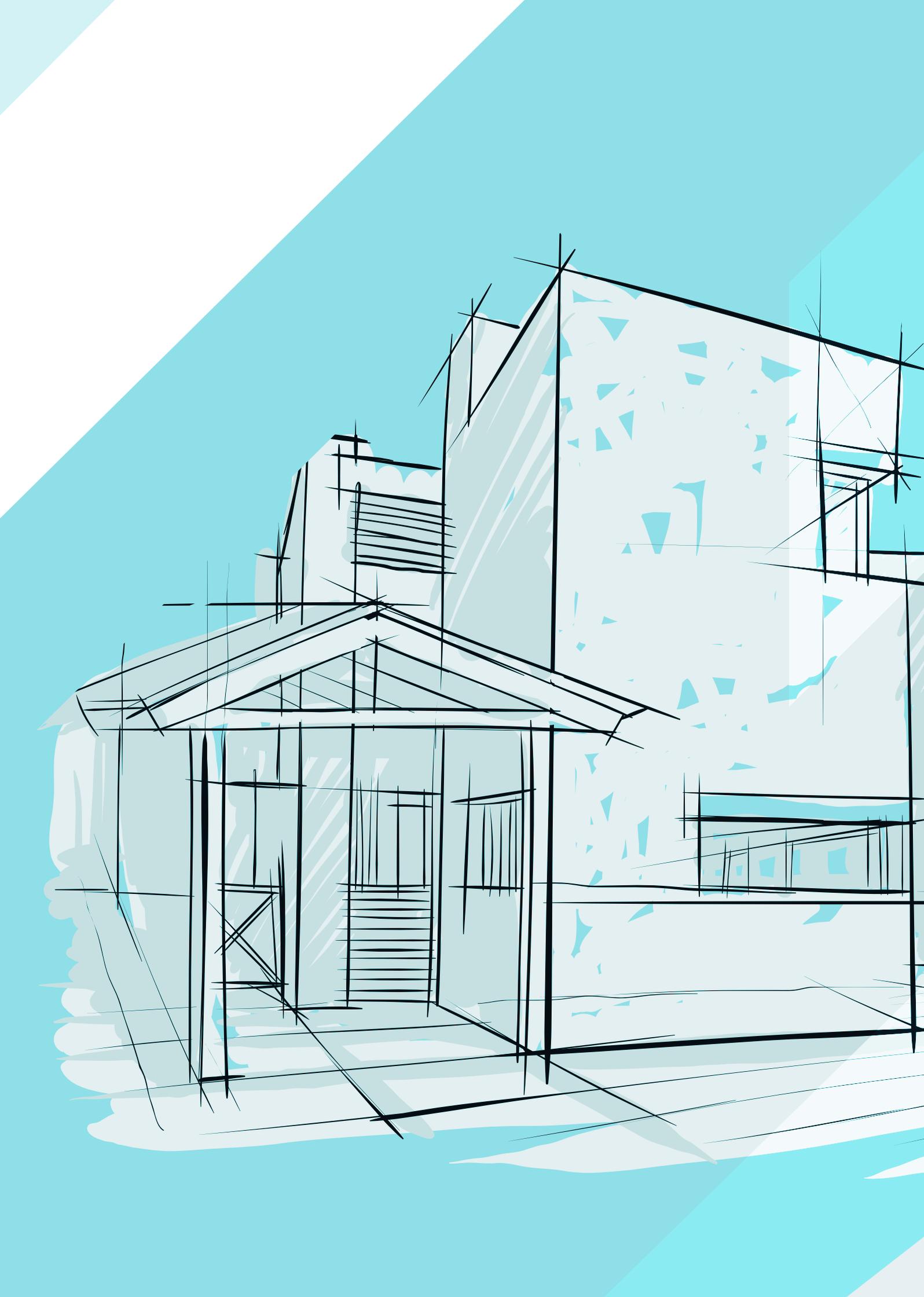
ESCOPO E MÉTODO

A análise crítica da minuta da Resolução proposta pelo Banco Central, sob consulta pública por meio do Edital 50/2017, apresentada por este estudo, baseia-se em extensa pesquisa bibliográfica sobre Covered Bonds e na consulta a especialistas nesses títulos no mercado europeu⁵, que por sua vez, também analisaram criticamente a referida minuta.

O desenvolvimento desta análise⁶ insere-se em uma reflexão mais abrangente sobre o mercado de crédito habitacional brasileiro com seus dois sistemas – SFH e SFI – situando as Letras Imobiliárias Garantidas (LIG) nesse contexto. Para tanto, apoia-se em pesquisas realizadas pela autora sobre o SFH e o SFI, que incluem a coleta e análise de dados de fontes diversas – Banco Central, ANBIMA, Relatórios Uqbar e PNAD.

5 - Otmar Stöcker, Sergio Nasarre Aznar e Filipe Santos Barata. Vide Capítulo 5.

6 - A autora registra seus agradecimentos a Paulo Antonio Neto Ribeiro, Henrique Bottura Paiva e José Pereira Gonçalves, que disponibilizaram gentilmente seu tempo, em diversos momentos, para debater análises e reflexões do presente estudo, compartilhando suas visões e conhecimento. Registra, também, agradecimentos a Otmar Stöcker, Sergio Nasarre-Aznar e Filipe Santos Barata pelas valiosas contribuições dadas aos Capítulos 5 e 6. Todavia, é da autora a inteira responsabilidade sobre as análises, recomendações e conclusões apresentadas neste estudo.



The image features a stylized architectural sketch on the left side, showing a building's structural frame with a grid floor. A large, solid teal block is positioned on the right, containing the title. The background is a gradient of light blue and white, with diagonal lines suggesting a perspective.

INTRODUÇÃO

INTRODUÇÃO

Qual é o objetivo de introduzir um instrumento à semelhança dos Covered Bonds (CB) no mercado brasileiro?

Esta é a pergunta fundamental, eixo norteador da análise a ser tecida ao longo deste trabalho. A hipótese adotada aqui como resposta e que, portanto, orienta a elaboração deste estudo é que a Letra Imobiliária Garantida (LIG), a versão brasileira dos Covered Bonds, constitui um instrumento adequado e necessário na composição de funding para o crédito imobiliário no Brasil, com potencial para promover, finalmente, a expansão do funding para além dos limites do SFH.

O funding SFH – SBPE e FGTS – tem representado algo entre 15 a 16% do PIB ao longo das últimas 2 décadas. As carteiras geradas nesse circuito somam 10,7% do PIB (Dez/2016), sendo 8,4% a do SFH propriamente dito e 2,3% a carteira de crédito imobiliário a taxa livre. Para atingir uma carteira de crédito mais compatível com o tamanho da economia brasileira, além de resolver as questões de subaproveitamento ainda presentes no SFH como vem sendo apontado por Magalhães Eloy (2013 e 2016), é imprescindível equacionar uma nova fonte via SFI, que seja compatível tanto com o mercado de capitais brasileiro, quanto com as necessidades específicas de funding – duration, volume e custo de captação – do crédito habitacional. A LIG, em função das suas características, parece preencher ambos os requisitos.

Embora os depósitos ainda sejam a maior fonte de recursos no mercado de crédito imobiliário europeu, os CBs são instrumentos de captação de grande importância, que vêm recebendo especial ênfase desde a crise imobiliária recente, tanto na Europa, quanto em um cada vez maior número de países. A estabilidade do funding e o alongamento dos prazos proporcionados pelos CBs constituem vantagens em relação aos depósitos, favorecendo o maturity matching⁷. Já em relação aos CRIs, pesa o fato dos CBs manterem os créditos no balanço do emissor, contribuindo para melhores práticas de financiamento e, ainda, de oferecerem dupla garantia ao investidor, reduzindo custo de captação, o que constitui também vantagem sobre outros títulos de dívida bancária.

7 - Casamento de prazos entre ativo e passivo.

Os modelos de regulamentação sob os quais esses títulos são emitidos diferem conforme os ambientes cultural, regulatório e econômico. Não há, portanto, um modelo único a seguir, mas existem características definidoras, relativamente comuns a esses títulos, bem como melhores práticas, identificadas e recomendadas pelo European Banking Authority (EBA) visando garantir a solidez e o desenvolvimento desse mercado, que devem ser consideradas.

A regulamentação desses títulos no Brasil insere-se na Agenda BC Mais do Banco Central: um conjunto de medidas que, composto por quatro temas – modernização da legislação regulatória do sistema financeiro, eficiência do sistema financeiro, redução do custo de crédito e cidadania financeira – inclui, a introdução da LIG no SFI, parte integrante do sistema financeiro nacional. Segundo esta Agenda, os objetivos com a introdução da LIG são **“ampliar a oferta de crédito de longo prazo para a construção civil e reduzir o custo de crédito para o tomador final”**, além de **“facilitar a captação para bancos pequenos e médios através de oferecimento da garantia”**.

Esses propósitos traçados pela Agenda do BC se coadunam perfeitamente com o eixo norteador adotado por este estudo que será desenvolvido de acordo com a seguinte estrutura: o primeiro capítulo traça uma análise abrangente sobre os dois sistemas de financiamento habitacional e imobiliário no Brasil – SFH e SFI –, destacando a pertinência e importância das LIGs como funding complementar; o segundo traz análises a respeito do crédito direcionado SFH, outro item da Agenda BC Mais; o terceiro discute o potencial das LIGs, incluindo estimativas de emissão com algumas considerações sobre investidores potenciais; o quarto traz uma visão geral sobre os Covered Bonds no mercado europeu, com base, principalmente, no relatório mais recente da EBA; o quinto traz análises críticas sobre a minuta da Resolução proposta, agregando a opinião de especialistas internacionais; o sexto reúne as recomendações para a regulamentação, fruto das diversas análises tecidas ao longo deste estudo e o sétimo apresenta as considerações finais.





1. SFH E SFI – O FUNDING PARA O CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

1. SFH E SFI – O FUNDING PARA O CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

A criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), em 1997, foi o primeiro passo na busca de viabilizar novos instrumentos de funding ancorados no mercado de capitais, inicialmente com os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), análogos aos Mortgage Backed Securities (MBS) americanos e, mais recentemente, com as Letras de Crédito Imobiliário (LCI). Todavia, após 20 anos de criação deste novo sistema e a despeito de todo o esforço realizado para o desenvolvimento dos seus instrumentos, ainda não há, concretamente, complemento adequado de funding para o crédito imobiliário fora das tradicionais fontes do SFH, como demonstrará este Capítulo. As constatações aqui tecidas enfatizam a pertinência da introdução das Letras Imobiliárias Garantidas (LIG), versão brasileira dos Covered Bonds (CB) europeus, neste momento de retomada da economia brasileira e alertam para a importância de uma regulamentação cuidadosamente calibrada para que as LIGs possam, efetivamente, cumprir esse papel.

Em fins de 2016⁸, o funding existente no circuito do Sistema de Financiamento Habitacional (SFH) – SBPE e FGTS – correspondia a 16,2% do PIB, enquanto no âmbito do SFI – LCI e CRIs – somava 4,1% do PIB, totalizando 20,3% do PIB. Um leve decréscimo em relação a dez/2015 quando esses números correspondiam a 16,4% e 4,2%, respectivamente, somando 20,6%. O SFH exibe robustez e uma razoável estabilidade em termos de volume, situando-se, em média, entre 2002 e 2016, em 15,1% do PIB com participações equilibradas de suas duas fontes. Nesse período o FGTS tem equivalido a, em média, 7,6% do PIB e o estoque de captações do SBPE a 7,5%. Já os estoques de CRIs e LCIs, somados representam hoje – não obstante uma série de incentivos fiscais e também regulamentares oferecidos inclusive por meio do SFH – apenas 25% dos depósitos captados pelo SBPE e FGTS.

Enquanto o funding total ultrapassa a marca de 20% do PIB, as carteiras de crédito imobiliário, mesmo após o período de forte crescimento vivido desde 2006, somam menos de 11% do PIB, denotando que a expansão do financiamento não acompanha, necessariamente, o crescimento do funding. Ademais, embora o SFI apresente tendência de crescimento recente, um

8 - Posição de dezembro para o SBPE e novembro para o FGTS.

olhar mais detalhado sobre suas fontes revela o baixo potencial efetivo para a expansão do crédito imobiliário, como será debatido a seguir.

Os CRIs, desde sua regulamentação em 1997, vêm recebendo estímulos diversos do próprio SFH, por meio das aquisições desses papéis realizadas tanto pelo FGTS, quanto por agentes financeiros do SBPE. Nesse último caso, o incentivo é dado pela regulamentação da poupança, que tem permitido o cômputo de CRIs adquiridos no Mapa 4 em detrimento da concessão de novos créditos (Magalhães Eloy, 2016). Mesmo contando com esses incentivos, além da isenção fiscal para investidores (pessoa física), o estoque de CRIs alcançou 1% do PIB apenas muito recentemente, em 2014, ocasião em que somava, aproximadamente, R\$56 bilhões. Em dez/2016, o estoque de CRIs registrados na CETIP atingiu R\$73,6 bi, um crescimento nominal de 32% em relação a 2014, o que poderia significar que os CRIs estariam finalmente decolando. Entretanto, esse crescimento recente ainda não representa, de fato, o desenvolvimento de um mercado de CRIs: dos R\$17,8 bi de emissões ocorridas em 2016, um recorde na história desses securities, R\$8,9 bi, ou 50%, tinham comprador cativo no próprio FGTS que, no ano anterior, já acumulava R\$ 6,3 bi de CRIs em seu portfólio de investimentos. Ademais, naquela ocasião, do estoque total de R\$ 73,6 bi, R\$ 31,8 bi (43%) estavam encarteirados pelos agentes financeiros do SBPE, inseridos no Mapa 4 para cumprir exigibilidade. Ou seja, não correspondem a títulos tipicamente emitidos para acessar o mercado de capitais e, portanto, não expandem o funding efetivamente.

A Letra de Crédito Imobiliário (LCI)⁹, um instrumento mais simples, de captação bancária, regulamentado no âmbito do SFI em 2004, vem apresentando uma evolução muito mais significativa, tendo alcançado um estoque equivalente a 1% do PIB já em 2011, subindo rapidamente para 2,9%, um estoque total de R\$183,3 bi, em dez/2016. A rápida expansão das LCIs pode ser explicada basicamente pelos seguintes fatores de atratividade para os investidores – curto prazo, garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), isenção fiscal e rentabilidade pós-fixada referenciada no DI, além de valor mínimo de aplicação baixo em relação aos CRIs. Segundo o Anuário Uqbar (2017, p.45):

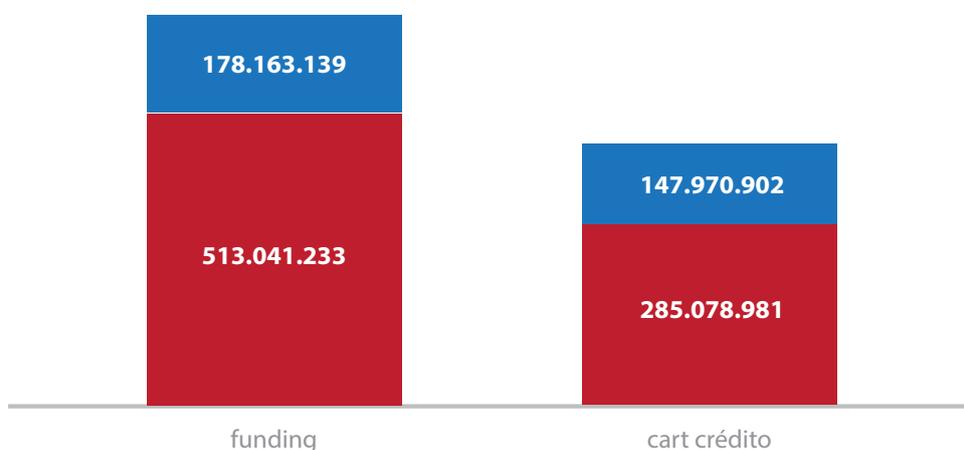
Investidores são atraídos às LCI por diversos fatores. Há a isenção de imposto de renda sobre rendimentos para as pessoas físicas e

9 - Lei 10.931/2004.

há a liquidez de vencimentos ou resgates relativamente de curto prazo. Há também a possibilidade, bastante praticada, de remuneração atrelada à taxa DI. Soma-se a isto o fato de que, além de se tratar de títulos devidos por bancos e com lastro garantidor, o FGC provê, como garantia em caso de insolvência da instituição financeira emissora, cobertura de até R\$250.000 por CPF/CNPJ para investimentos em LCI.

Não obstante, o potencial de crescimento exibido por esses títulos contrasta com suas características pouco afeitas à expansão do crédito imobiliário e, principalmente, habitacional. Em primeiro lugar, seu curto prazo, desconforme dos prazos praticados no financiamento imobiliário, impondo risco de descasamento entre ativo e passivo para a instituição de crédito. Ademais, a rentabilidade paga ao investidor referenciada na taxa de Depósitos Interfinanceiros (DI), encarece a captação e, conseqüentemente o financiamento. Ou seja, embora se constitua fonte promissora em termos de captação, a LCI revela-se inadequada como funding para o crédito habitacional. Por esses motivos, não há, sobre essas letras, imposição de direcionamento obrigatório, como ocorre com as Letras de Crédito Agrícola (LCAs)¹⁰. Assim, a despeito da justificativa para sua regulamentação ter se baseado na “necessidade de expandir funding para o crédito imobiliário”, como concluiu Magalhães Eloy (2016), as LCIs têm sido utilizadas apenas como instrumento de gestão de funding dos bancos, aproveitando o lastro já existente das carteiras de crédito imobiliário e pouco tem contribuído para a expansão da oferta de crédito imobiliário, que permanece ancorada na capacidade já oferecida pelo SFH, como demonstra o Gráfico 1 a seguir:

Gráfico 1. Funding x Carteira de Crédito (Dez/2016)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

■ SBPE/SFH ■ Mercado

10 - O crédito agrícola tem menor prazo que o imobiliário e por isso o descasamento em relação ao prazo das letras é menor.

Como se observa, as carteiras SBPE/SFH e SBPE/Crédito Imobiliário Taxa Mercado somam R\$433 bilhões, o que corresponde a 63% do funding total (SBPE+LCI) de R\$ 691 bi, equivalendo a 84% do estoque de recursos da poupança¹¹. A LCI tem, portanto, baixa efetividade no incremento da oferta de crédito imobiliário.

As LIGs surgem no Brasil, portanto, nesse contexto em que esforços anteriores para expandir o funding do crédito imobiliário e romper com a dependência quase exclusiva ao SFH não têm tido muito sucesso. Os trechos a seguir corroboram com a constatação da importância estratégica de introduzir as LIGs no mercado brasileiro:

A importância estratégica da LIG está associada à criação de fonte alternativa de recursos para financiamentos de longo prazo a custos compatíveis, cuja fonte atual está fortemente atrelada aos recursos da caderneta de poupança, que podem não ser suficientes para suprir a demanda futura do crédito imobiliário. (Exposição de Motivos N° 144 de 12.09.2014, que fundamentou a MP656/2014, convertida na Lei 13097/2015).

O estabelecimento de um marco legal para Covered Bonds no Brasil permitiria a emissão de títulos de low yield and long duration, promovendo a redução do custo de capital dos credores que, por sua vez, deve ser revertida na redução de custo do empréstimo para os mutuários. Promoveria, ainda, a expansão, no mercado de capitais, de instrumentos de renda fixa e long duration, adequados para os investidores institucionais, notadamente os fundos de pensão. Simetricamente, tais instrumentos são importantes para os emissores, pois permitiriam alongar o duration do funding, aliviando as pressões de liquidez e de maturity gap. (Banco Mundial, 2012).

Justamente por alongar os prazos, promovendo uma certa estabilidade do funding bancário, as LIGs se diferenciam das LCIs e apresentam potencial para a almejada expansão do crédito imobiliário no Brasil. Ademais, as LIGs oferecem a vantagem da dupla garantia – risco de crédito do emissor que garante os pagamentos e carteira de ativos segregada

11 - Considerando o compulsório de 20%, observa-se que o portfólio ultrapassou o funding SBPE em 4% no consolidado dos bancos, já que pela regra, os 4,5% adicionais do compulsório são dispensados pela adição de novos créditos. Este percentual de 84% da carteira de crédito em relação ao estoque da poupança se mantém quando a análise individualiza bancos públicos e privados. O que distingue esses dois grupos é a composição da carteira de crédito, que no caso dos privados é formada majoritariamente por créditos imobiliários a taxas livres (52%) e, nos públicos, por créditos habitacionais no âmbito do SFH (81%).

para caso de insolvência do emissor – o que, no retorno ajustado ao risco, tende a produzir captação a taxas inferiores aos demais bônus bancários, favorecendo assim sua posição de funding privilegiado para o crédito imobiliário em comparação com LCIs e CRIs.

O Relatório do Banco Mundial (2012) afirma, ainda, que “o desenvolvimento de uma regulamentação de Covered Bonds no Brasil deve ser visto como complementar aos mecanismos já existentes de obtenção de passivos de long duration pelos agentes de crédito – CRIs e LCIs”. A análise aqui efetuada indica que, no âmbito do SFI, muito mais do que “complementar” as LIGs podem constituir o único instrumento que apresenta, até o momento, a efetiva possibilidade de prover funding em volume significativo e com características adequadas para ampliar a oferta de financiamento imobiliário no país, para além dos limites estabelecidos pelo SFH.

Mas para que a LIG possa cumprir esse potencial, é fundamental reavaliar a dinâmica de interação entre as diversas fontes. Desde a criação do SFI, nos anos 90, tanto as previsões de esgotamento da poupança como a sua inadequação para lastrear o crédito imobiliário vem sendo recorrentemente debatidos. O SBPE, por constituir poupança voluntária, sem prazo mínimo de investimento e permitir o livre resgate dos depósitos, impõe risco de liquidez ao ser utilizado como funding de crédito imobiliário de longo prazo.

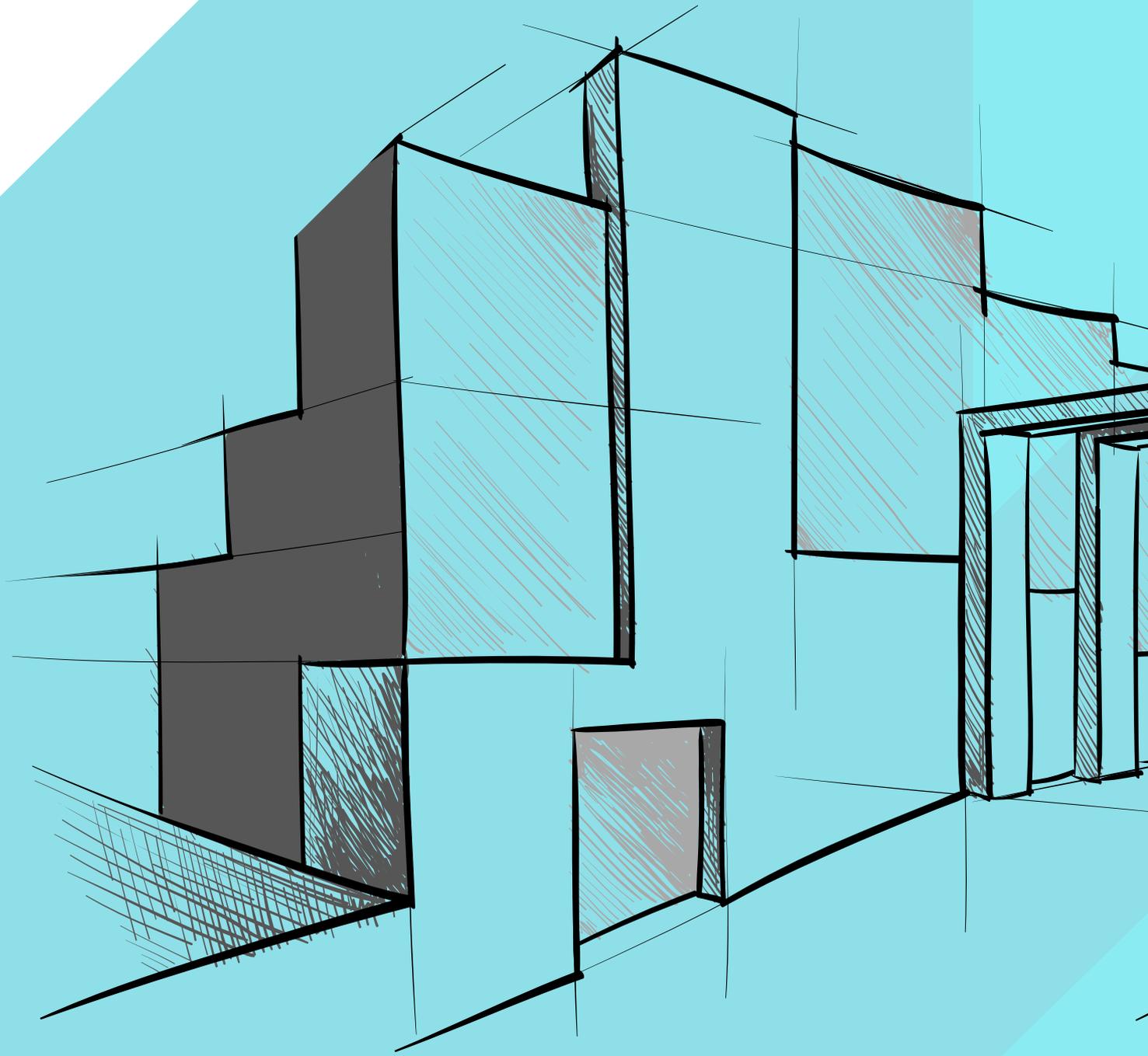
Um contraponto a esse temor é oferecido pela história da poupança no Brasil, há 5 décadas como fonte integrante do SFH e, principalmente, no período mais recente, compreendido desde 1994, a partir da estabilização econômica. Como afirmado anteriormente, nos últimos 23 anos os estoques da poupança têm demonstrado razoável estabilidade, mantendo uma proporção média em relação ao PIB em torno de 7,5%. Esse histórico sugere que a possibilidade de um risco sistêmico, que anule a proteção oferecida pelo Fundo Garantidor de Crédito e provoque um forte descasamento nas instituições integrantes do SBPE, pondo em risco o sistema financeiro é, no mínimo, muito remota como tem defendido Magalhães Eloy (2013 e 2016). Mesmo o risco de alta volatilidade nos depósitos parece pouco provável, novamente, diante da observação das últimas décadas e mesmo dos últimos anos, período no qual

a subida da taxa Selic e a recessão econômica poderiam ter provocado uma volatilidade bem mais significativa que as perdas de captação líquida observadas. Porém, esses riscos existem, não se pode afastá-los por completo no caso da poupança.

O risco de descasamento explica a tendência mundial de expansão do funding para além dos circuitos de depósito, acessando o mercado de capitais. Explica, também, a opção, quando da criação do SFI, pelos CRIs: instrumento que possibilita o perfeito casamento de prazos entre ativo e passivo no circuito de crédito imobiliário. Não obstante, a experiência internacional tem demonstrado que a construção de um mercado de crédito baseado em securities tampouco é isenta de riscos, muito pelo contrário. Entre eles há o risco de afrouxamento dos critérios de concessão de financiamento, como evidenciou a crise imobiliária internacional recente. Ademais, as dificuldades para o desenvolvimento desses instrumentos no Brasil, notadamente as relacionadas ao mercado secundário e a liquidez desses títulos, ainda não foram superadas.

Portanto, de volta ao SBPE, o fato é que este, juntamente com o FGTS, são as únicas fontes que oferecem, concretamente, potencial significativo de captação e, principalmente, o fazem a um custo regulado que permite a concessão de crédito a taxas mais acessíveis, possibilitando a expansão da oferta inclusive por ampliar a demanda solvente. Não é possível, ainda, prescindir do SBPE.

É imprescindível, contudo, debater a interação das diversas fontes desses dois sistemas e, nesse contexto, no momento da introdução de um novo instrumento de captação, reavaliar o direcionamento que recai sobre o SBPE. Este será o tema de discussão do próximo Capítulo.



The background features a teal gradient with a white architectural sketch of a building's structural frame, including walls, windows, and columns. A large teal rectangular block is positioned on the right side, containing the title text.

2. O CRÉDITO DIRECIONADO E AS LIGS

2. O CRÉDITO DIRECIONADO E AS LIGS

Realizar a discussão do crédito direcionado no momento em que se discute as LIGs decorre, sobretudo, da constatação de que essas fontes devem atuar de forma complementar, sendo o objetivo comum a expansão da oferta de financiamento imobiliário de modo geral e habitacional em particular. Além do mais, assim como as LIGs, a reavaliação do crédito direcionado está, também, na pauta da Agenda BC+, que inclui este tópico entre as ações da meta “Crédito mais barato”:

Estudar, com o apoio do Banco Mundial, as normas de direcionamento de crédito, com o objetivo de revisar os indexadores e os incentivos à participação privada nas operações. A reavaliação dessas regras visa reduzir os subsídios cruzados existentes no mercado de crédito, tornando a transmissão da política monetária mais eficiente e menos assimétrica entre setores, bancos, empresas e indivíduos.

A atual discussão sobre o crédito direcionado é mais ampla do que leva a crer o texto acima, envolvendo os créditos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e seu impacto na política monetária, como evidencia o Dieese (2017)¹²:

A reavaliação do impacto do crédito direcionado se baseia no argumento de que essa modalidade de crédito “esteriliza” parte dos efeitos da política monetária. Em outras palavras, o uso da taxa de juros como elemento de controle da demanda via restrição do crédito perde eficácia se existem fontes alternativas de crédito com taxas mais baixas como, por exemplo, os financiamentos do BNDES, que são atrelados à TJLP (Taxa de juros de longo prazo) e não à Selic. Outra crítica de viés liberal ao crédito direcionado é que ele “induz” ao aumento da taxa de juros nas operações de crédito livre, pois se supõe que esta incorpore um diferencial a título de “compensação” pelos juros mais baixos cobrados nas operações de crédito direcionadas. Ou seja, o crédito direcionado é uma forma inadequada de concessão de crédito, pois interfere de forma negativa na livre formação da taxa de juros de mercado.

A taxa básica (ou de referência) de juros é o principal instrumento de política monetária, pois juros mais altos reduzem a demanda agregada, desaquecem a economia e moderam a inflação. O crédito é um importante canal de trans-

12 - Além de diversos artigos publicados em jornais: Valor (15.03.2017), Estadão (25.03.2017), entre outros.

missão das taxas de juros no âmbito da política monetária e em um ambiente econômico em que o crédito direcionado é tão significativo – 50% do crédito total¹³ – a taxa de juros necessária para a obtenção do efeito desejado acaba assumindo maior magnitude. Deste modo, conclui o Depec-Bradesco (2017) “ações que visem reduzir essa dualidade do mercado de crédito [brasileiro] são bem-vindas e contribuem para aumentar a potência da política monetária, tornando mais efetivo o combate à inflação pelo Banco Central.

Isto posto, todavia, é preciso reconhecer que o SFH, ainda que constitua “crédito direcionado” conforma um sistema de subsídio bastante distinto daquele do BNDES, com justificativas e implicações de ordem diversa.

Diferentemente do crédito subsidiado via BNDES, de elevado custo fiscal, o SFH baseia-se na captação de depósitos privados, a taxas reguladas. Ademais, no caso do BNDES, empresas maiores e mais maduras foram as maiores beneficiadas pela expansão do crédito público entre 2004 e 2012. Segundo Bono-mo, Brito e Martins (2014), o crédito concedido a “Taxa de Juros de Longo Prazo” (TJLP), abaixo das taxas de mercado, teve como resultado não uma maior alavancagem por parte das empresas beneficiadas, mas uma redução do seu custo de endividamento e consequente aumento de sua rentabilidade. Nesse caso, o crédito direcionado substituiu desnecessariamente o de mercado, comprometendo, inclusive, o desenvolvimento do mercado de crédito privado.

Já no caso do SFH, a concessão de crédito direcionado a taxas abaixo do mercado têm viabilizado maior alavancagem por parte das famílias, promovendo a expansão e o desenvolvimento do mercado de crédito e imobiliário. Sem este circuito subsidiado e direcionado, o crédito seria ainda mais restrito e o acesso à moradia mais excludente no Brasil. Desse modo, para o circuito de crédito habitacional, o crédito direcionado justifica-se tanto pelas falhas do mercado de crédito quanto pelas externalidades que fazem com que a expansão do crédito downmarket seja desejada.

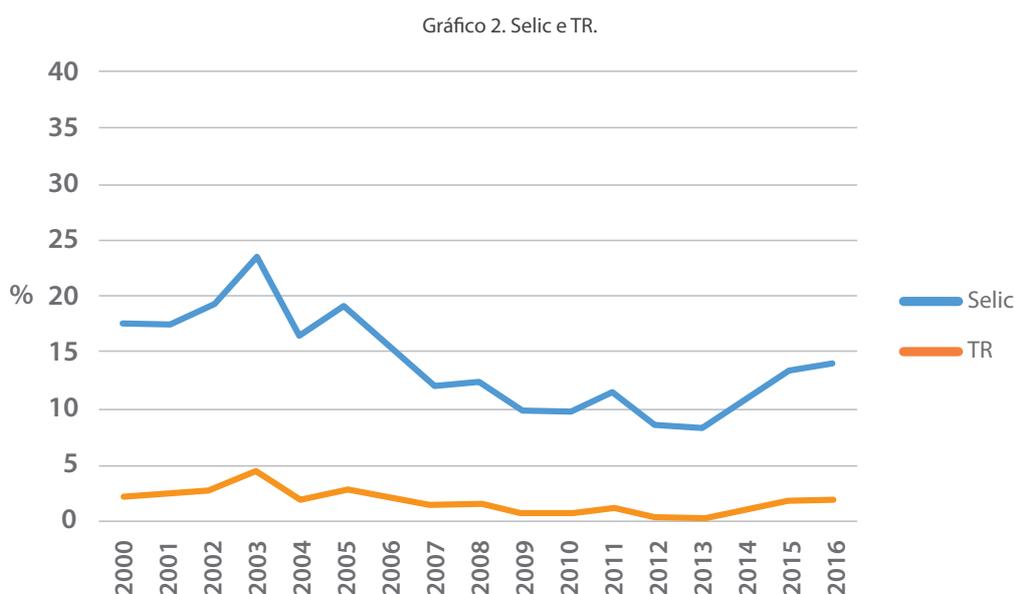
Não obstante, existem, sem dúvida, ineficiências na alocação de subsídios que precisam ser corrigidas (Magalhães Eloy, 2013 e 20): o crédito no SBPE é concedido indistintamente da necessidade de subsídio pelas famílias e para além do mercado habitacional, abarcando empreendimentos comerciais, abrigados na rubrica “crédito imobiliário”.

13 - R\$1,53 bi de crédito com recursos livres e R\$1,54 bi de crédito com recursos direcionados. Banco Central, 2017.

O relatório do Banco Mundial (2012) defende mudanças nas condições em que o crédito é ofertado no SBPE, notadamente a transição para taxas de juros de mercado¹⁴ – Selic ou indexação pelo IPCA – e para o uso de taxas de juros fixas, abolindo a Taxa Referencial (TR). Outras medidas são também recomendadas, visando compensar as alterações nos juros e preservar a acessibilidade: adoção de amortização pela tabela Price em lugar do SAC; alongamento dos reajustes, hoje mensais, para entre 3, 6 ou 12 meses (tanto do lado da captação, quanto do financiamento). O referido Relatório recomenda, ainda, a manutenção de percentuais conservadores de LTV¹⁵ e de comprometimento de renda.

A acessibilidade é um aspecto crucial em qualquer discussão sobre funding e sistemas de financiamento imobiliário. As condições da oferta de crédito afetam a demanda solvável e, conseqüentemente, o tamanho do mercado habitacional. A análise a seguir visa compreender o impacto de possíveis alterações nas condições do crédito direcionado no acesso pelas famílias.

O primeiro item analisado é o uso da TR como indexador do SFH. De fato, os CRIs indexados pela TR, com larga predominância nas emissões – 64,3% do total emitido em 2016, frente a 58,2% em 2015¹⁶ – acabam por criar uma classe de securities com poucas chances de irem a mercado. Todavia, do ponto de vista da acessibilidade do crédito habitacional, a TR produz um efeito importantíssimo – o de suavizar a oscilação das taxas de juros – como demonstra o Gráfico 2 a seguir.



Fonte: BCB. Elaboração própria.

14 - Transition to market based pricing mechanism. p8.

15 - Loan to Value – relação entre o valor financiado e o valor da garantia.

16 - Anuário Uqbar (2017, p.104).

Sem a TR, o uso de taxas de juros de mercado indexadas por índices de preço produz crédito habitacional não apenas menos acessível como mais vulnerável à inadimplência. Em 2012, quando o Relatório do Banco Mundial foi elaborado, havia uma expectativa de redução das taxas de mercado – a Selic havia estado abaixo de 8,5% e as taxas de juros médias no SBPE chegaram a 7% (crédito regulado) e 12% (taxa mercado)¹⁷ – porém a seguir a Selic voltou a subir e vinha se mantendo alta, em torno de 14%, até muito recentemente quando finalmente a inflação começou a ceder e caminhar para a meta. Essa questão é muito mais delicada para o financiamento habitacional destinado às famílias do que para o crédito imobiliário em geral. No cenário econômico, parece precipitado neste momento migrar todo o crédito SFH da TR para uma taxa de juros de mercado.

O referido Relatório atribui ao duration e à estrutura de preço do funding da poupança, as características conservadoras dos financiamentos habitacionais no SBPE: o uso majoritário do sistema de amortização SAC, em lugar do Price e prazos curtos. Observa que os prazos não são maiores no crédito do SBPE em virtude do risco de liquidez inerente aos depósitos de poupança. Conclui que a transição de taxas reguladas para taxas referenciadas no mercado possibilitaria o uso do sistema Price¹⁸ e alongaria os prazos dos financiamentos, compensando a desregulamentação das taxas de juros de modo a não comprometer o acesso downmarket.

A fim de testar o impacto dessas mudanças na acessibilidade, foram realizadas algumas simulações¹⁹ de um financiamento hipotético de R\$140 mil, tendo como parâmetros apenas a taxa de juros da primeira prestação²⁰, o prazo em meses e o sistema de amortização utilizado, a fim de estimar o acesso pelas famílias brasileiras com base na renda familiar segundo a PNAD (2015)²¹ e em um comprometimento de renda de 25%.

O primeiro cenário utiliza uma taxa de juros média²² do crédito habitacional direcionado de 8,6%. Atualmente a taxa média é de 8,3%. O prazo médio encontrado no sistema para o ano de 2015 é de aproximadamente 130 meses. Nessas condições – taxa de juros 8,6% a.a., sistema de amortização SAC e prazo de 130 meses – existem cerca de 7,6 milhões de famílias que, hipoteticamente, se qualificariam para um financiamento de R\$140.000,00.

17 - Banco Central.

18 - O Relatório não menciona as questões jurídicas em torno do uso da Tabela Price no financiamento habitacional. Para uma análise a respeito dessa questão, ver Magalhães Eloy e Paiva, 2011.

19 - A realização dessas simulações contou com a colaboração de Henrique Bottura Paiva.

20 - Para este exercício não foram considerados custos com seguros MIP, DFI ou taxa de administração.

21 - Variável V4722 – famílias residentes em áreas urbanas, um total de cerca de 59 milhões de famílias.

22 - Taxa obtida a partir das taxas médias mensais encontradas no período compreendido entre mar/2012 e fev/2017. Optou-se por olhar a trajetória de juros dos últimos 5 anos como referência dos níveis que a variável assumiu e, poderá assumir no futuro próximo. Fonte: Séries Temporais do Banco Central.

Cenário 1: 7.599.595 famílias

Prazo atual médio do SFH - 130 meses
 Taxa de juros média crédito direcionado - 8,6%
 Sistema de Amortização - SAC

O próximo cenário visa simular o que aconteceria caso as taxas de juros estivessem referenciadas no mercado, assumindo que isso propiciaria uma oferta espontânea de crédito a prazos mais longos. Vale ressaltar que a taxa de juros “de mercado” utilizada aqui é ainda, na verdade, uma taxa arbitrada livremente pelos agentes financeiros, mas cujo funding é resultado da captação a taxas reguladas da poupança, tendendo, portanto, a ser inferior a taxas referenciadas efetiva e exclusivamente no mercado. A taxa média encontrada é de 14%²³.

Cenário 2: 3.899.825 famílias

Prazo arbitrado - 260 meses
 Taxa média de juros “mercado” - 14%
 Sistema de Amortização - SAC

Nessa nova condição, com uma taxa de juros de 14% a.a., utilizando-se o pressuposto do alongamento do prazo de 130 para 260 meses, o número de famílias que poderiam acessar um financiamento no valor de R\$140.000,00, cairia para cerca de 3,9 milhões de famílias, uma perda potencial de 3,7 milhões de famílias, 49% do total obtido anteriormente com as taxas reguladas. Simulando novamente, desta vez com um prazo maior, de 360 meses, o resultado obtido fica ainda muito aquém do Cenário 1: só seria possível incluir 4.544.738 famílias. Mesmo com um prazo ainda mais alongado, irreal, de 700 meses, o acesso seria possível para 5,5 milhões de famílias, um contingente ainda bastante inferior ao obtido na simulação anterior.

Essas primeiras simulações sugerem que o efeito juros é mais forte que o prazo. Sugerem, ainda, que a partir de determinado ponto, a adição de mais meses de prazo para uma dada taxa de juros, tem pouco efeito na acessibilidade.

23 - Calculada da mesma forma que a taxa média do crédito direcionado: a partir das taxas médias mensais encontradas no período compreendido entre mar/2012 e fev/2017, para financiamento imobiliário a taxas livres. Novamente foi considerada a trajetória de juros dos últimos 5 anos como referência dos níveis que a variável assumiu e, poderá assumir no futuro próximo. Fonte: Séries Temporais do Banco Central. Atualmente a taxa média é de 15%.

A seguir, as simulações incluem a mudança do sistema de amortização de SAC para Price, e mantém as demais condições do cenário anterior – taxa de juros “de mercado” e prazo de 260 meses, o dobro da média atual.

Cenário 3: 5.926.207 famílias

Prazo arbitrado - 260 meses
Taxa média de juros “mercado” - 14%
Sistema de Amortização - PRICE

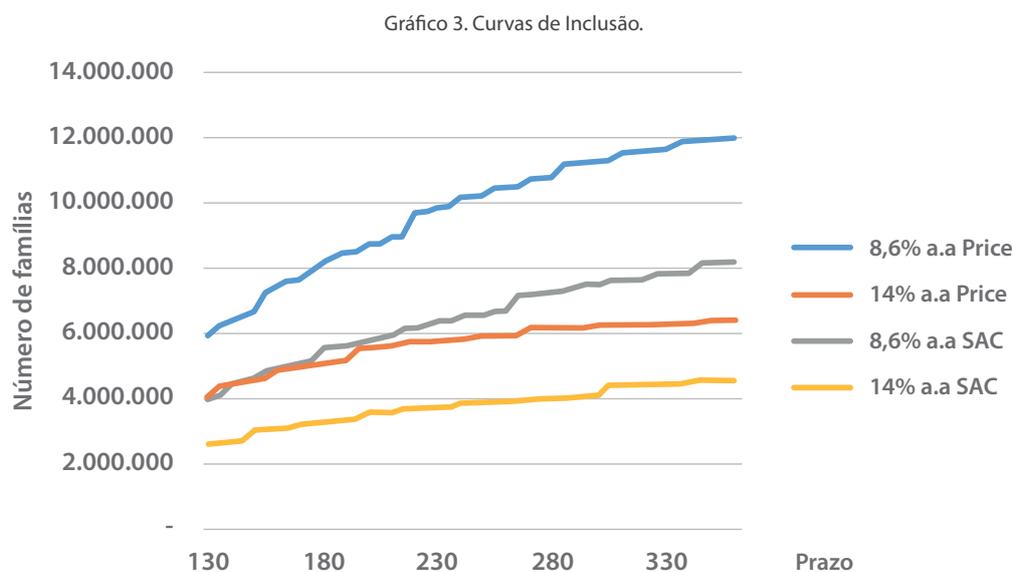
O uso da Tabela Price, como é sabido, tem efeito positivo sobre a acessibilidade e, tudo o mais constante em relação ao Cenário 2, ampliaria o contingente potencial de famílias para aproximadamente 6 milhões de famílias. Todavia, mesmo que o prazo fosse estendido ao máximo de 360 meses, seriam acrescentadas 400 mil famílias apenas, totalizando 6,4 milhões. Ou seja, mesmo utilizando as condições mais favoráveis de prazo e sistema de amortização, não seria possível compensar plenamente a perda ocasionada pelo aumento da taxa de juros excluindo potencialmente do acesso 1,2 milhões de famílias.

Uma última simulação, mantendo o VF de R\$140mil e o comprometimento de renda de 25%, realizada em condições mais favoráveis – taxa de juros de 8,6% a.a., amortização pela Tabela Price e prazo de 360 meses indica que seria possível qualificar 11.981.119 famílias, quase 12 milhões, um acréscimo de aproximadamente 4,4; 8 e 6 milhões de famílias, respectivamente, em relação aos 3 cenários anteriormente simulados.

Cenário 4: 11.981.119 famílias

Prazo arbitrado - 360 meses
Taxa média de juros “mercado” - 8,6%
Sistema de Amortização - PRICE

O Gráfico 3 a seguir reúne todo o conjunto de simulações a taxas de juros de 8,6% e 14%, amortização por SAC ou Price e prazos variando entre 130 e 360 meses.



Elaboração própria com base na PNAD (IBGE), 2015.

Com base neste Gráfico podemos observar que o SAC a uma taxa de juros de 8,6% a.a. é mais inclusivo que o Price a uma taxa de 14%, já a partir de 145 meses de prazo. Ademais, o trade-off entre juros e prazo, tende a manter o affordability apenas em faixas de juros mais baixas, demonstrando que a partir de determinado patamar de taxa de juros o aumento do prazo se torna menos eficaz para garantir o acesso. Nessa linha é possível estimar a variação na acessibilidade para cada incremento de juros e prazos, bem como as diferentes sensibilidades desse trade-off para cada sistema de amortização.

O que essas simulações e observações indicam é que a viabilização de taxas de juros em patamares mais baixos é fundamental para a sustentação do acesso ao crédito. Portanto, antes de o país alcançar, de maneira sustentável, um patamar de taxa básica baixo, de 1 dígito, qualquer flexibilização na regulação das taxas de juros no crédito habitacional direcionado, que não seja a de reduzir o cap de 12% a.a., pode comprometer significativamente o acesso ao crédito e à moradia.

Ou seja, a alteração da lógica das taxas de juros sob o crédito direcionado comprometeria significativamente a demanda solvável por crédito habitacional e não é indicada sob pena de ocasionar um forte impacto restritivo no mercado residencial.

Por outro lado, a rubrica “crédito imobiliário a taxas livres” estaria mais propensa a sofrer as mudanças recomendadas pelo Banco Mundial, tan-

to por praticar taxas de juros já bastante próximas das taxas referenciadas no mercado, quanto por destinar crédito a empreendimentos comerciais e famílias de maior poder aquisitivo que dispensam o uso dos subsídios embutidos no SFH.

A origem desta rubrica é a Resolução 2458/1997, que introduziu, pela primeira vez, o crédito imobiliário no direcionamento do SBPE na categoria “taxa de mercado”. Até então o direcionamento era exclusivo para habitação e, vale lembrar, anteriormente, no período do BNH não havia “taxa de mercado”, mas um sistema de indução²⁴. Esta rubrica opera em condições especiais que não são aquelas estritamente “de mercado”, pois conta, do lado da captação, com taxas as reguladas do lastro na poupança, e do lado da aplicação, com um direcionamento apenas percentual, já que os créditos concedidos sequer estão sujeitos aos limites do SFH – taxa máxima de 12% e limite de preço de imóvel. Constatase, nesse caso, um direcionamento de pouca efetividade.

É preciso considerar, nesse caso, que o acesso dessa rubrica ao funding privilegiado da poupança concorre com a demanda do crédito habitacional em condições reguladas. Ademais, a produção de uma carteira imobiliária com taxas diferenciadas e indexadas na TR depõe contra a securitização desses créditos e o desenvolvimento do mercado de CRIs, comprometendo a expansão global do crédito imobiliário no Brasil.

De volta à questão da concorrência pelos recursos da poupança, esta fica muito evidente na análise dos bancos privados, que exibem uma taxa de crescimento dessa rubrica superior à do crédito SFH – entre dez/2002 e dez/2016, em termos nominais, a carteira SFH foi multiplicada por 10,6, enquanto a carteira imobiliária a “taxa mercado” por 17,4 (uma carteira de R\$103,5 bi contra R\$97,4 bi do SFH em dez/2016)²⁵. Como os “financiamentos a taxas livres” são mais rentáveis para os agentes financeiros, a inclusão dessa rubrica no direcionamento tende a comprometer a expansão da carteira de crédito no âmbito do SFH.

Essa liberalidade na regulamentação do SBPE acentua o conhecido problema da seleção adversa. No caso do crédito imobiliário, a “escolha dos melhores pagadores e projetos” não resulta em “deixar no mercado os piores pagadores”²⁶, mas em excluí-los do acesso ao crédito ou empurrá-los para o FGTS, aumentando a pressão sobre o Fundo. Nesse sentido, mesmo

24 - Ver Magalhães Eloy 2013.

25 - Nos bancos públicos essas carteiras correspondem a R\$44,3 bi e a R\$187,6 bi (SBPE somente), respectivamente.

26 - Crítica do Depec-Bradesco (2017) ao crédito direcionado.

na alíquota de 52% destinado ao “crédito habitacional SFH”, a regulamentação do direcionamento determina apenas o percentual de recursos a ser aplicado em financiamentos, a taxa máxima de juros desses financiamentos e o valor máximo do imóvel, sem estabelecer limite de renda para os tomadores de crédito. Ademais, os limites de preço de imóveis são frequentemente ampliados e contemplam valores muito elevados, alargando o espectro de atuação do crédito habitacional direcionado, favorecendo a seleção adversa e a exclusão de parte da demanda do SBPE/SFH²⁷. Essas questões agravam as ineficiências na alocação do crédito direcionado visando a ampliação do acesso downmarket.

O uso de recursos subsidiados do SFH na rubrica “de mercado” compromete, ainda, a ampliação de mecanismos de funding efetivamente de mercado, posto que substitui esses instrumentos no atendimento da demanda de mercado por crédito. Esta reflexão complementa a análise tecida no Capítulo 1. Não apenas as peculiaridades do mercado de capitais brasileiro, mas também a possibilidade de usar crédito direcionado para atender a demanda de mercado vem comprometendo o desenvolvimento de outras fontes introduzidas pelo SFI, notadamente CRIs.

Nessa linha de análise, o pleno desenvolvimento das LIGs como funding do crédito imobiliário pode requerer o aprimoramento da focalização do crédito direcionado no circuito do SBPE, por meio da retirada, talvez progressiva, do item b, do inciso I do Artigo 1º da Resolução 3932/2010, que estabelece a alocação de parte dos recursos captados na carteira de crédito imobiliário a taxas livres, sem as restrições do SFH:

Art. 1º Os recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) devem ser aplicados de acordo com os seguintes percentuais:

I - 65% (sessenta e cinco por cento), no mínimo, em operações de financiamento imobiliário, sendo:

a) 80% (oitenta por cento), no mínimo, do percentual acima em operações de financiamento habitacional no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH);

b) o restante em operações de financiamento imobiliário contratadas a taxas de mercado;

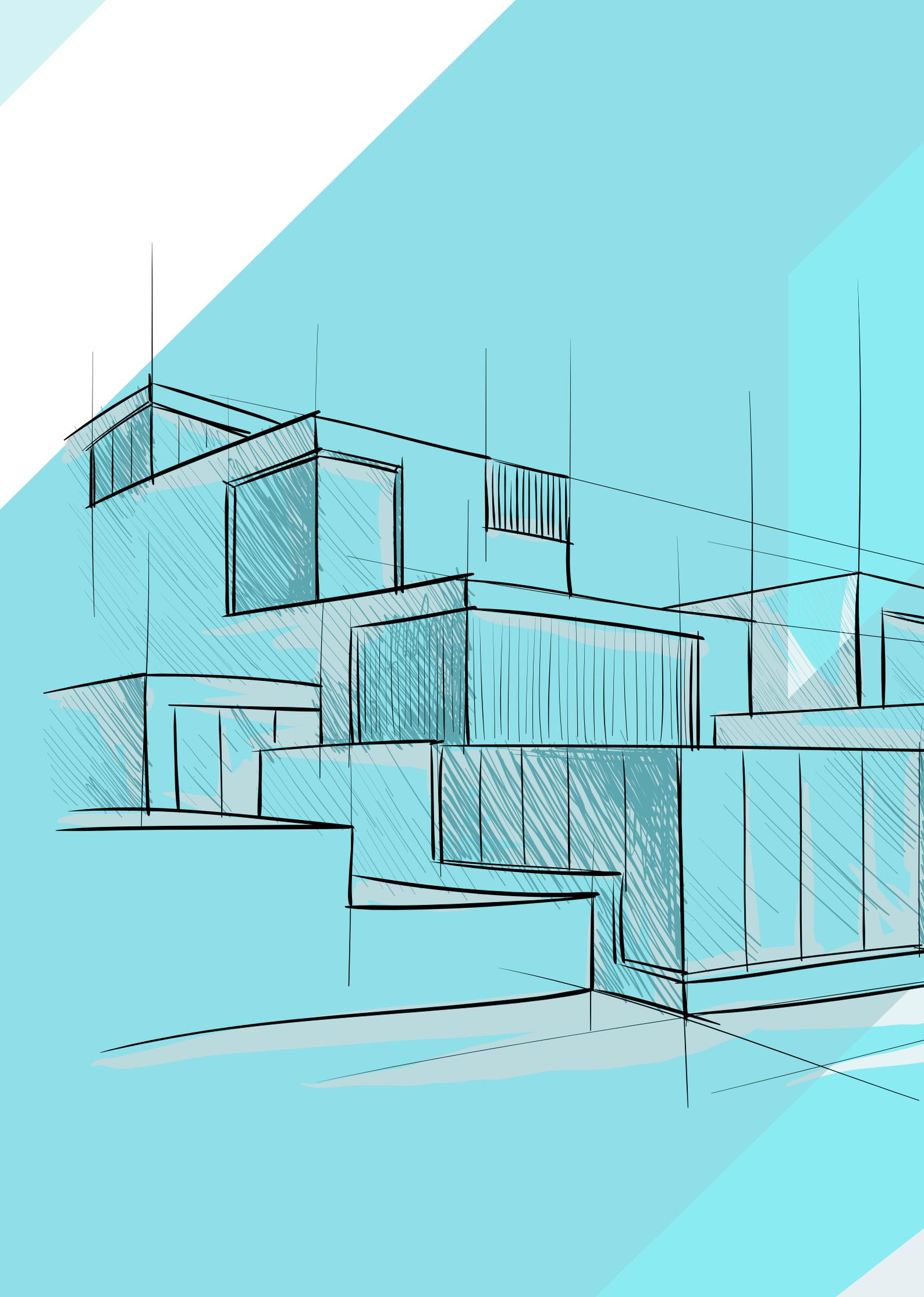
27 - A título de exemplo, enquanto o valor médio do imóvel financiado no Itaú – um banco que trabalha com faixas de valor e renda familiar bem superior à CAIXA – era de R\$539 mil no 2º trimestre de 2016, o valor máximo de imóvel para financiamento no âmbito do SFH foi ampliado para R\$950mil e, a seguir, para R\$1,5 milhões, quase 3 vezes o valor médio praticado. Fonte: Apresentação Institucional do Itaú, 2T2016.

Ou seja, as LIGs não apenas constituiriam oportunidade de corrigir as distorções ocorridas no SBPE/SFH ao longo das últimas 2 décadas, como podem demandar essa correção a fim de que possam efetivamente promover a expansão do crédito habitacional no Brasil.

Alternativamente, seria talvez preciso recorrer à imposição de um direcionamento às LIGs para que parte dos recursos captados seja compulsoriamente destinada à oferta de créditos imobiliários. Não obstante, essa não parece configurar uma alternativa tão eficaz. Em primeiro lugar, constituiria uma regulamentação a mais sobre um novo instrumento que se pretende que opere conforme as regras de mercado. Já a opção aqui defendida, de retirada do crédito imobiliário do circuito direcionado do SFH, prevê que essa destinação ocorra por forças de mercado, portanto, de demanda e oferta. Em segundo lugar, um direcionamento sobre as LIGs não corrigiria as distorções presentes no direcionamento do SBPE e, portanto, não contribuiria necessariamente para uma maior eficiência alocativa dos recursos subsidiados da poupança.

Com a alteração na regra do direcionamento aqui aventada, o esperado é que o atendimento a essa demanda passe a ser lastreado na captação decorrente das emissões de LIGs, estimulando o desenvolvimento desse novo instrumento. A implantação dessa mudança requer, todavia, um estudo prévio sobre as perspectivas de emissão de LIG em termos de custo de captação e consequente impacto no custo da oferta de crédito e em termos de volume, para avaliar a amplitude da captação no curto e médio prazos. Demanda, ainda, um estudo visando a definição de uma nova regulamentação sobre o SBPE no que concerne a destinação dessa alíquota de 13% hoje ocupada pela rubrica “crédito imobiliário a taxa de mercado”. A princípio admite-se, a título de possibilidade, tanto a retomada do espírito do mecanismo de indução presente nos tempos do BNH, como a linha do incentivo às aplicações em crédito habitacional SFH via recolhimento compulsório como previsto na Res.4410/2015. O desenvolvimento desse estudo pode apontar outra alternativa que se apresente como mais pertinente. Esses estudos estão, contudo, fora do escopo deste trabalho.

O próximo capítulo retomará essa questão, como parte da discussão sobre o potencial de expansão do crédito imobiliário com a introdução da LIG e abrangerá, ainda, os debates sobre o potencial de emissão e a demanda potencial por LIG por parte dos investidores.



The image features a teal background with a white architectural sketch of a modern building on the left side. The sketch shows a multi-story structure with large glass windows and a flat roof. A prominent teal rectangular block is positioned on the right side of the image, containing the section header text in white. The overall design is clean and modern, with a focus on geometric shapes and a limited color palette.

3. O POTENCIAL DA LIG NO BRASIL

3. O POTENCIAL DA LIG NO BRASIL

This on balance-sheet instrument based on a specific legislation and supervision provides the market with a long term funding tool with cost efficient performance on the issuer's side and a stable and safe long term, liquid investment on the investor's side, contributing significantly to the creation of an efficient housing market and the financial stability (Banco Mundial, 2012).

O potencial das LIGs deve ser analisado sob 3 perspectivas distintas: a primeira, o potencial de emissão de LIGs pelas instituições financeiras autorizadas; a segunda, o potencial de ampliação da oferta de financiamento habitacional; e, por fim, a demanda potencial por investidores.

Este Capítulo não tem a pretensão de estimar esses diferentes potenciais das LIGs, posto que esta estimativa está fora do escopo deste estudo e dependeria, em alguns casos, de informações ainda não disponíveis ou públicas. Tem, todavia, o intuito de realizar uma reflexão preliminar sobre determinantes do seu potencial. Não obstante, são realizadas estimativas preliminares do potencial de emissão, a partir dos limites traçados pela minuta da regulamentação, apenas a título de exercício, com o mero propósito de facilitar a reflexão sobre algumas questões apontadas.

3.1 POTENCIAL DE EMISSÃO DE LIG

O potencial de emissão é função dos limites impostos pela regulamentação, a saber:

- Limite máximo de emissão em relação ao somatório dos ativos da instituição (Art. 3º);
- Limite da carteira de crédito imobiliário que deverá compor o cover pool à razão mínima de 80% (Art.25);
- Limite de utilização dos créditos imobiliários para composição do Cover Pool por nível de classificação de risco (Art.20 §1º item V);
- Limite de utilização dos créditos imobiliários por quota de financiamento – LTV (Art. 20 §2º);
- Requerimento de sobrecolateralização mínima de 5% (Art.28).

O potencial varia, portanto, conforme o porte da instituição em cada segmento de instituições financeiras autorizadas a emitir LIGs, bem como de acordo com o tamanho e o perfil de composição da carteira de crédito imobiliário que servirá de lastro para a Carteira de Ativos da LIG.

A primeira estimativa realizada considera a imposição de limite de 10% sobre os ativos (Art.3º, item I) e inclui 14²⁸ instituições integrantes do SBPE, entre as quais encontram-se os 5 maiores bancos do país – Banco do Brasil, Itaú, CAIXA, Bradesco e Santander – todos, com exceção do Santander, com patrimônio superior a R\$ 1 trilhão²⁹. Juntos, esses 14 bancos possuem ativos totais de quase R\$6,2 trilhões e, de acordo com o limite acima referido, teriam capacidade para emitir R\$ 616,6 bilhões em LIGs.

Em seguida, estima-se o efeito da limitação que advém da carteira imobiliária já constituída e que poderá servir de lastro para as emissões em um primeiro momento. Em dezembro de 2016 a carteira SBPE³⁰ desses bancos, adicionada à carteira dos bancos públicos lastreada no FGTS correspondia a R\$636,7 bilhões³¹. Embora a princípio um pouco maior que o volume resultante do limite imposto pela soma dos ativos totais, é preciso considerar que sobre a utilização desta carteira (como lastro para a emissão de LIGs) incidem outros limites definidos pela regulamentação.

A análise dos diferentes limites que recaem sobre o perfil de composição da carteira é mais difícil de ser realizada por carência de dados. Não há dados desagregados sobre a distribuição da classificação de risco especificamente das carteiras de crédito imobiliário, nem sobre os níveis de LTV. De todo modo, a título de exercício apenas, será feita uma tentativa de estimar o potencial de emissão pelos bancos integrantes do sistema SFH, a partir de algumas premissas adotadas. Ainda que sem possibilitar qualquer rigor na produção dos resultados, seu intuito é auxiliar na compreensão dos efeitos que os diferentes critérios e limites podem ter no volume potencial de emissão desses títulos.

A primeira premissa considerada é que os limites relativos ao LTV – máximo de 80% para financiamentos a imóveis residenciais e 60% para não residenciais – não têm efeito redutor relevante sobre a carteira, em função do conservadorismo na prática da concessão de crédito imobiliário no Brasil.

A segunda premissa é que a distribuição de classificação de risco da carteira de crédito global pode ser usada como proxy para a distribuição nas carteiras de

28 - Essas 14 instituições compreendem os bancos privados: Bradesco, Itaú, Santander, Citibank, Safra, Mercantil e APE Poupeix; e os públicos: CAIXA, BB, Banestes, Banrisul, BRB, BanPará, Banese (Banco Central).

29 - Os valores dos ativos têm como fonte o IFData do Banco Central, data-base dez/2016, balancetes processados até 30.03.2017.

30 - SFH e crédito imobiliário a taxa mercado.

31 - Sendo R\$ 488,8 bi a carteira habitacional SFH (FGTS e SBPE) e um total de R\$147,8 bilhões na carteira de crédito imobiliário a taxa livre.

crédito imobiliário. É razoável supor que o resultado obtido seja conservador, se aceito o pressuposto de que o crédito imobiliário, por contar com garantia real e exibir taxas menores de inadimplência que as demais linhas de crédito, tende a ter uma melhor classificação de risco, portanto, mais favorável às emissões de LIGs, otimizando o aproveitamento das carteiras existentes. A minuta da Resolução estabelece que somente créditos classificados como A e AA podem ser aceitos e esses correspondem a 58% da carteira global de crédito das 14 instituições integrantes do SFH. O cálculo é então feito de forma desagregada para bancos públicos e privados (maior desagregação possível considerando as fontes de dados existentes), que exibem não apenas diferenças importantes na composição de seus portfólios de crédito imobiliário³², como já mencionado, mas, também, perfis ligeiramente distintos conforme a classificação de risco³³.

O sub-conjunto da carteira de crédito imobiliário, formada agora exclusivamente por créditos classificados como AA ou A, resulta em um potencial utilizável de R\$ 375,9 bilhões, bem inferior à carteira global. Isso sugere que, ao menos no curto prazo, o limite de 10% sobre os ativos totais não surtirá efeito para esse grupo de instituições, prevalecendo os critérios de elegibilidade do crédito como os limitadores do potencial de emissão de LIG.

O próximo passo é aplicar a redução causada pela exigência de sobrecolateralização de 5%, resultando em um potencial utilizável de, aproximadamente, R\$357 bilhões. Não obstante, o portfólio de créditos ser dinâmico, podendo se expandir a medida dos retornos da carteira existente e da ampliação das captações, esse potencial estimado tende a não ser utilizado ao máximo em função da necessidade eventual de realizar substituições e adições de créditos (Art. 43 da minuta Resolução). Substituições e adições devem ocorrer sempre que a Carteira de Ativos se mostrar insuficiente para cobrir os compromissos assumidos ou sempre que qualquer crédito integrante dessa carteira não cumpra os requisitos de elegibilidade e precise ser substituído (por exemplo, quando houver atraso de pagamento a partir de 30 dias, conforme Art. 24, item I). Essas questões e suas implicações serão retomadas no Capítulo 5, no âmbito da análise crítica à minuta da Resolução.

A tabela 1 a seguir sintetiza as estimativas aqui comentadas:

32 - As instituições públicas (CAIXA notadamente) bem mais alavancadas na carteira de crédito SFH enquanto as privadas, no crédito imobiliário a taxa livre.

33 - Nos bancos privados os créditos classificados como AA e A correspondem a 53% e nos públicos a 62% de seus respectivos portfólios de crédito global. Vale ressaltar, contudo, que, especificamente no crédito imobiliário, a distribuição pode (e tende a) ser diversa desta, em função dos diferentes perfis de público-alvo entre as instituições públicas e privadas.

Tabela 1. Estimativas de Potencial de Emissão.

INSTITUIÇÕES SFH	ATIVOS TOTAIS	LIMITE 10% ATIVOS	CARTEIRA IMOBILIÁRIA TOTAL*	CARTEIRA RATING (AA, A)	POTENCIAL UTIL EXC SOBRECOLATERIZAÇÃO
INSTITUIÇÕES PRIVADAS	3.355.648.548,00	335.564.854,80	200.948.322,00	107.090.143,93	101.735.636,73
INSTITUIÇÕES PÚBLICAS	2.810.524.931,00	281.052.493,10	435.717.358,00	268.810.069,31	255.369.565,85
TOTAL	6.166.173.479,00	616.617.347,90	636.665.680,00	375.900.213,24	357.105.202,58

Elaboração própria a partir de dados do Banco Central (IFData e Estatísticas SFH). Valores em R\$1 mil.
 Notas: *A carteira imobiliária total é composta pelos financiamentos no âmbito do SBPE/SFH, Crédito Imobiliário a Taxa Livre SBPE e pelos créditos concedidos pelo FGTS e outros programas sociais do SFH.

Por fim, a minuta da Resolução permite alavancar a emissão compondo a Carteira de Ativos com, além de créditos imobiliários à razão de 80% no mínimo, títulos de emissão do Tesouro Nacional e derivativos (Art.19), até o limite de 20%. Portfolios de crédito imobiliário que somam R\$357 bi podem assim, em tese, resultar em emissões de LIG da ordem de R\$446 bilhões.

Vale ressaltar que, na prática, as proporções efetivas que serão estabelecidas na composição da Carteira de Ativos a cada emissão dependem da estratégia de negócios cada emissor. O requisito de liquidez (Art.32) impõe que parte da carteira seja sempre composta por ativos líquidos (títulos públicos e disponibilidades financeiras) equivalentes ao valor dos compromissos da LIG por, pelo menos, 180 dias a frente e implica, portanto, que a Carteira de Ativos não poderá ser constituída exclusivamente por créditos imobiliários, enquanto que a composição da rentabilidade da LIG tende a privilegiar esses créditos.

O potencial de emissão de LIGs poderá ser restringido, ainda, pelas emissões de LCIs³⁴ que concorrem pelo mesmo lastro – créditos imobiliários. As diferenças entre esses títulos possibilita o atendimento à demanda por diferentes perfis de investidores e tende a resultar na coexistência

34 - As LCIs são títulos de crédito lastreados por créditos imobiliários (caução): a soma do valor principal das letras emitidas não pode exceder o valor total dos créditos imobiliários na carteira do emissor.

desses títulos o que, em um primeiro momento, torna a concorrência pelo lastro mais relevante, fazendo com que as estimativas aqui realizadas estejam otimistas.

É possível, ainda, que as LIGs, assim como as LCIs, acabem atreladas ao desempenho da originação de crédito a partir do SFH, comprometendo assim seu potencial como fonte complementar. A emissão de LCIs, que vinha em uma trajetória de franco crescimento, sofreu redução recente, atribuída à retração do crédito originado com lastro no SFH, que em 2016³⁵ caiu para apenas R\$ 46 bilhões. Primeiramente, em 2015, as emissões de LCIs ainda apresentaram crescimento, mas seu ritmo de expansão foi reduzido. No ano de 2016 houve, pela primeira vez, queda: o volume depositado que havia sido de R\$178,7 bi em 2015, caiu para R\$143,8 bi. Para 2017, a Abecip estima um volume de concessões de apenas R\$49 bilhões para o SBPE, um acréscimo nominal de 5% em relação ao ano anterior. O volume emitido de LCIs no primeiro trimestre deste ano é ainda menor que o do mesmo período do ano anterior – R\$36,9 bi contra R\$38,3. É importante analisar esses movimentos, compreender os entrelaçamentos e possíveis interdependências entre as fontes para que os sistemas atuem, conjuntamente, de modo mais eficiente.

Por outro lado, há ainda potencial por parte dos bancos fora do sistema SBPE não incluídos na estimativa aqui realizada: bancos de médio porte³⁶, além das companhias hipotecárias e associações de poupança e empréstimo. Essas últimas tiveram o limite regulamentar expandido para 30% dos seus ativos o que significa, a princípio, uma emissão adicional potencial de cerca de R\$350 milhões³⁷, sempre limitada ao tamanho e perfil das carteiras de crédito imobiliário, que incluem as carteiras de home equity. No caso dessas instituições de menor porte, embora a escala de emissões seja menor, com impacto possivelmente relevante sobre o custo, pode prevalecer a vantagem da elevação do rating das emissões de LIGs em relação ao rating do emissor, favorecendo a captação e seu custo.

35 - Apresentação da Abecip: Resultados de 2016 e Perspectivas para 2017. Janeiro/2017.

36 - A título de exemplo: Banco Votorantim com R\$103 bilhões de ativos, mantido o limite de 10%, poderia gerar, potencialmente, cerca de R\$10 bilhões em LIGs; Banco Pan, R\$27,6 bi e R\$2,7 bi; Banco Intermedium, R\$3,19 bilhões de ativos e geração potencial de cerca de R\$300 milhões em LIGs;

37 - Considerando os valores de ativos da Economisa, Cobansa, CHB, Companhia Provincia, Barigui e Domus contabilizados pelo IF Data do Banco Central, um total de R\$1,16 bilhões em dez/2016, à razão de 30%, como prevê a regulamentação das LIGs.

3.2 POTENCIAL DE EXPANSÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO COM A INTRODUÇÃO DA LIG

No momento da criação do SFI, três décadas atrás, foi introduzido na regulamentação do direcionamento da poupança (Res.2458/1997) um percentual dedicado ao crédito imobiliário a taxa de mercado, rubrica inexistente até então no SBPE voltado exclusivamente para o crédito habitacional. Esta mudança concedeu maior flexibilidade na composição dos créditos com características mais próximas de mercado – taxa de juros livres, sem restrição de natureza ou preço de imóvel. A aposta era que esta carteira securitizada, fomentaria o mercado de CRIs e esses, por sua vez, ampliariam o funding e, conseqüentemente, a oferta de crédito imobiliário no país. Não obstante, como discutido no Capítulo 1, isso não ocorreu e mesmo após o crescimento mais recente de emissões, a contribuição efetiva dos CRIs para a expansão do crédito imobiliário situa-se em torno de R\$30 bilhões, quando excluídos do estoque os CRIs encarteirados pelos bancos integrantes do SBPE, constantes do Mapa 4 e os CRIs em posse do FGTS. Os CRIs efetivamente de mercado são pouco relevantes quando comparados com as carteiras imobiliárias lastreadas no SBPE (SFH e Taxa Mercado) e FGTS, correspondendo a cerca de apenas 4% delas. Muitas das barreiras à expansão dos CRIs a ponto de torná-los uma fonte relevante para o crédito imobiliário no Brasil ainda estão presentes, com pouca possibilidade de superação no curto, ou mesmo médio prazo.

As LCIs, embora tenham sido introduzidas no âmbito do SFI como mais um instrumento de funding imobiliário, na prática, dadas as suas características, inadequadas para lastrear a expansão do financiamento imobiliário, vêm sendo utilizadas como instrumento de gestão de funding bancário, para readequar fluxo financeiro, conforme discutido no Capítulo 1. Por isso, diferentemente do que acontece com as LCAs, não há sobre elas imposição de direcionamento para o crédito imobiliário. Assim, embora apresentem significativo potencial de captação, as LCIs pouco têm contribuído para a expansão do crédito imobiliário para além do potencial já oferecido pelo SBPE.

As LIGs surgem, portanto, nesse contexto e sobre elas recaem as expectativas de finalmente transcender os limites do SFH. A expectativa é que caso o país consiga desenvolver um mercado forte de LIGs, os agentes financeiros terão acesso a uma fonte segura e estável de funding, possibilitando assim a almejada expansão do crédito imobiliário.

A regulamentação das LIGs, seja na Lei 13.097 ou na Resolução, conforme apresentada na atual minuta, não prevê a obrigatoriedade de destinação de recursos captados por meio das LIGs em novas operações de crédito imobiliário. Em função das características das LIGs, parece esperado que essa expansão ocorra naturalmente, como visto em outros países, a exemplo da Espanha. Não obstante, no contexto brasileiro, não é possível garantir previamente que assim vá ocorrer.

A disponibilidade de recursos do SBPE para conceder crédito em condição “de mercado” pode constituir fator inibidor da necessidade de captar recursos por meio de LIGs, que constituem maior esforço que a captação via LCIs ou poupança, dada a maior complexidade das emissões. Desse modo, a manutenção da carteira “imobiliária de mercado” no âmbito do SBPE/SFH pode desincentivar a captação via LIG e a simultânea reaplicação dos recursos em novos créditos imobiliários, tornando a LIG, como ocorre com a LCI, dependente da originação no âmbito do SBPE.

Entre fev/2016 e fev/2017, enquanto a carteira habitacional SFH reduziu de R\$294,1 bi para R\$283,6 bi, a carteira de crédito imobiliário a taxa mercado saiu de R\$137,8 bi para R\$149,5 bi, um crescimento nominal de 8% contra uma queda de 4% da carteira SFH. No conjunto dos bancos privados, a diferença entre a taxa de crescimento da carteira de crédito imobiliário a taxa livre e a da carteira SFH é – entre dez/2008 e dez/2016, em termos nominais, a carteira SFH foi multiplicada por 2,3, enquanto a carteira imobiliária por 6,9. Esta carteira imobiliária composta por financiamentos referenciados no mercado, mas suportada por funding regulado, captado a taxas de juros sempre abaixo das de mercado, soma hoje (dez/2016) R\$147,8 bilhões, sendo R\$103,5 bi nos bancos privados e R\$44,3 bi nos bancos públicos. As estimativas realizadas no item anterior, a respeito do potencial de emissão, sinalizam que a captação via LIGs poderia suprir a demanda pelo crédito imobiliário a taxa de mercado.

Ao mesmo tempo, essa rubrica de crédito mais rentável que o crédito regulado no âmbito do SFH, acaba por comprometer uma utilização ótima dos recursos baratos captados pela poupança para a expansão do crédito habitacional direcionado. Ao reduzir o volume de recursos que poderia ser ofertado nas condições do SBPE/SFH, compromete a constituição da demanda solvável que, como demonstrado no Capítulo 2, depende notadamente da taxa de juros do financiamento para se qualificar para acesso ao crédito.

Essas reflexões aqui tecidas vão ao encontro das constatações do Capítulo 2 no sentido de apontar para a necessidade de excluir do direcionamento, ainda que paulatinamente, o crédito imobiliário a taxa mercado. Essa medida tende a otimizar o uso dos recursos captados pela poupança e, ao mesmo tempo, gerar demanda para a captação via LIGs e o desenvolvimento desse mercado de títulos. Desse modo, a efetivação das LIGs não apenas abriria espaço para a extinção da parcela do direcionamento destinada ao crédito imobiliário a taxas livres, como demandaria essa medida a fim de estimular as emissões e o reinvestimento das captações no crédito imobiliário.

3.3 DEMANDA POTENCIAL POR LIG

A última, mas não menos importante análise diz respeito à demanda por LIGs pelos investidores – estrangeiros ou nacionais, notadamente os institucionais. Entre esses, por enquanto, o investidor estrangeiro parece vir recebendo algum destaque nas discussões sobre a LIG: “projetada para atrair o investidor estrangeiro” (Valor, 2017).

O mercado de Covered Bonds soma € 1,9 trilhões na Europa (2015) e, sem dúvida, a emissão desses títulos no Brasil deverá atrair a atenção de investidores internacionais, especialmente em um contexto de retomada do crescimento econômico. Não obstante, é preciso considerar, a título de reflexão, os volumes recentes dos investimentos estrangeiros em carteira (IEC, ou de portfólio) no Brasil. Entre 2009 e 2014, o ingresso de IEC no Brasil somou cerca de U\$204 bi, com um pico de U\$67,7 bi em 2010 e um patamar mínimo de U\$16,9 bi em 2012. Silva Filho (2015, p.15) observou um expressivo aumento do estoque, de U\$15 bi em 2001 para U\$446 bi no primeiro semestre de 2014, com tendência de crescimento dos ativos de renda

fixa (U\$180,5 bi em jul/2014), dentre eles, dos títulos privados, além de debentures e derivativos. Apontou, ainda, uma evolução qualitativa nesses fluxos de investimento, com tendência de maior concentração em ativos de renda fixa e variável denominados em reais.

Estimativas para 2017 sinalizam que a alta das taxas de juros dos Estados Unidos deve reduzir o fluxo de capitais para mercados emergentes. Em dez/2016, o Itaú e a Tendências Consultoria previam, para 2017, uma entrada líquida de IEC de U\$12 bilhões, superando o quadro de 2016 quando houve saída líquida de U\$18,5 bi³⁸. É possível admitir a superação dessas estimativas de investimento estrangeiro, a partir de uma combinação de fatores: andamento das reformas internas, melhora das expectativas de crescimento econômico para o Brasil e o contexto internacional. De todo modo, as cifras da última década sugerem que o investidor estrangeiro não deverá constituir, ao menos no curto prazo, demanda suficiente para corresponder plena e exclusivamente ao potencial de emissão ou a necessidade de funding do crédito imobiliário para além dos recursos do SFH. Vale lembrar, ainda, o fato de que o IEC apresenta maior volatilidade que o investimento direto, movimentando-se conforme as dinâmicas dos diversos mercados mundiais

É importante considerar, por fim, que a demanda de investidores estrangeiros especificamente pelas LIGs dependerá em grande medida da clareza e segurança sobre o modelo brasileiro de CBs, questão intrinsecamente relacionada à regulamentação, com rebatimento direto na classificação do rating desses instrumentos, ponto que será melhor discutido no Capítulo 5. O fracasso das emissões cross border ocorridas no Panamá, entre 2012 e 2013, cujo lastro estava denominado em dólar, em que pese o baixo volume, constitui indicativo de que o apetite do investidor estrangeiro não corresponde, necessariamente, às expectativas.

Na prática, a introdução de um título que se assemelha aos conhecidos Covered Bonds requer que o investidor possa reconhecê-lo rápida e facilmente e assegurar-se de que não terá surpresas com esses investimentos em sua versão brasileira. Incertezas em relação ao funcionamento e segurança das LIGs prejudicam a avaliação de risco e a competitividade desses instrumentos, com impacto nas taxas de colocação desses títulos no mercado e na sua precificação no mercado secundário.

38 - O Itaú estima U\$5 bilhões em renda fixa e U\$7 bilhões em ações. Valor, 2016.

Incertezas a respeito das garantias e/ou falhas na regulamentação conduzem as agências de risco e os investidores a reduzirem a avaliação do valor da dupla garantia, na prática resultando em um valor do título que tende a refletir unicamente o risco de passivo da instituição emissora, comprometendo a diferenciação em relação a outros títulos de dívida do emissor. Caso ocorrido com as emissões do Santander no Chile entre 2013 e 2014 (Fitch Ratings, 2016). No caso brasileiro, a LIG incorreria o risco de se transformar em um equivalente da Letra de Crédito Imobiliário (LCI), com impacto no custo, prazo e volumes de captação.

Os CBs destinam-se majoritariamente aos investidores qualificados, institucionais, que procuram papéis de baixo risco e longo prazo. No Brasil, esses investidores, notadamente fundos de pensão e seguradoras, podem constituir relevante demanda para a LIG. Para viabilizá-la, será importante assegurar a solidez do instituto da dupla garantia e do bankruptcy remoteness, além de volumes de emissão adequados para atrair a atenção desses investidores e da liquidez desses títulos.

Incentivos regulamentares diferenciados podem também exercer estímulo importante para essa classe de investidores. No mercado europeu, a Diretiva UCITS³⁹ 2009/65/CE estabelece limites prudenciais diferenciados para investimentos em CBs emitidos em conformidade com essa Diretiva: para fundos de investimento, o limite é de 25% por emissor e no caso de companhias seguradoras, 40% (Silva, 2010, p.67). Ainda segundo Silva, a Diretiva de Requerimento de Capital da União Europeia (CRD) define as características dos CBs – elegibilidade e qualidade dos ativos do Cover Pool – que gozam de ponderação de risco de crédito diferenciada⁴⁰. Este tratamento privilegiado no requerimento de capital beneficia os investidores institucionais, adicionando atratividade aos CBs.

Na Europa tem havido mudança na base de investidores com a expansão de aquisições por bancos centrais⁴¹, enquanto bancos em geral mantêm sua posição como maiores investidores de CBs, graças ao tratamento especial concedido a esses títulos, com a possibilidade de inclui-los nas reservas de liquidez (Liquidity Coverage Ratio, LCR) e de mudanças nas metodologias de cálculo de rating que tem se refletido em upgrade nos ratings dos CBs. O European Banking Authority (EBA, 2016, p.9) recomenda o reforço das

39 - "Undertakings for collective investment in transferable securities", ou "Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) na versão portuguesa.

40 - No caso da abordagem padronizada, a ponderação de risco situa-se entre 10% e 20%. No caso do IRB, baseada na estimativa interna de probabilidade de default e de perda dado default, situando-se entre 4% e 11%, conforme o rating do emissor. Silva, 2010, p.68.

41 - Função do Eurosystem's covered bond purchase programme 3 (CBPP3). EBA, 2016, p.7.

condições para o tratamento preferencial de ponderação de risco para os investimentos de bancos em CBs⁴², desde que os CBs estejam em conformidade com os requisitos estabelecidos no quadro de referência (Covered Bond Framework) bem como com as condições definidas pelo CRR.

A redução do work load por parte dos investidores é outro ponto relevante na demanda por esses títulos. De um lado, o grau de transparência deve diferenciar a LIG, de modo relevante, da LCI e de outros títulos de dívida bancária. De outro, a permanência da carteira de créditos no balanço do emissor, aliada à aplicação tanto do marco regulatório específico quanto de regras bancárias gerais e o monitoramento pelo Agente Fiduciário, além da supervisão pública pelo Banco Central favorecem as LIGs, dotando esses títulos de robusta transparência sem exigir do investidor o volume de trabalho de análise da documentação dos créditos exigidos pelos CRIs. É fundamental, nesse sentido, garantir a eficácia do papel do agente fiduciário.

Entre os investidores nacionais, a LIG deve sofrer concorrência não apenas dos títulos públicos, que contam com remuneração referenciada na Selic, nível de risco soberano e liquidez, mas também das LCIs, notadamente se não lograrem diferenciar-se dessas substancialmente do ponto de vista da classificação de risco. As LCIs guardam semelhança com as LIGs no sentido de possuir vinculação com uma carteira de créditos imobiliários, mantidos no balanço do emissor (on-balance sheet) e de oferecer, como primeira garantia, o patrimônio geral do emissor. Os maiores bancos comerciais aqui estabelecidos – Banco do Brasil, Itaú, CAIXA, Bradesco e Santander – principais emissores de LCI, e que também constituem os maiores emissores potenciais de LIG, gozam de forte percepção de solidez e elevados ratings de crédito⁴³. A liquidez e a elevada rentabilidade oferecida pelas LCIs reforçam a atratividade desses títulos.

Todas essas questões podem obstar, em alguma medida, a demanda por LIG pelos investidores. Desse modo, o acréscimo de segurança da LIG, mesmo dadas as suas características regulamentares diferenciadas em torno do duplo recurso, pode não permitir, ao menos no curto prazo, ofertá-las no mercado com uma redução do custo de captação e/ou alongamento de prazo significativos em relação às condições das LCIs. Este é um ponto fundamental: a combinação entre volume, prazo e custo de captação, que atinge o âmago da questão do potencial da LIG como funding do crédito imobiliário.

42 - Atualmente especificado no artigo 129.º do CRR.

43 - <https://bancodata.com.br/index.php/escalas>

As LCIs têm, ainda, como vantagens o fato de ser um instrumento já consolidado – 898 mil investidores – que goza de significativa preferência (atrás apenas dos CDBs) e da cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) até o limite de R\$250.000,00, além de tickets de colocação mais acessíveis ao investidor de médio porte (tickets a partir de R\$10.000,00 com valor médio de R\$110.000,00 em 2015⁴⁴). As LIGs não contam com a cobertura do FGC, mas, de novo, tendem a prescindir dela por oferecerem o “duplo recurso”, por meio da segregação da Carteira de Ativos dos demais ativos do emissor, característica essencial desses títulos que será discutida nos próximos Capítulos. Para investidores acima do patamar de cobertura do FGC (R\$250.000,00) a dupla garantia oferecida pela LIG tende a assumir maior relevância, permitindo que ocupe lugar de destaque entre as opções de investimento de renda fixa.

No quesito tributação, tanto a LIG (Lei 13.097, Art.90)⁴⁵ quanto a LCI oferecem isenção fiscal (IR) para o investidor pessoa física. Alterações nas vantagens tributárias concedidas às LCIs, a exemplo da revisão das alíquotas de pessoa jurídica – tributada conforme o prazo de aplicação⁴⁶ – por meio da introdução de uma alíquota decrescente em função de prazos mais longos de aplicação que os estabelecidos pela regra atual⁴⁷ podem vir a contribuir para o desenvolvimento da LIG como funding mais alongado, estável e de menor custo relativo de captação, favorecendo o mercado de crédito habitacional.

Alternativamente, poderia ser considerada a inserção de direcionamento sobre as LCIs e LIGs, como já acontece com as LCAs, promovendo o ajuste da oferta desses títulos, permitindo que as próprias instituições de crédito regulem o instrumento de captação – LCI ou LIG – mais adequado como funding.

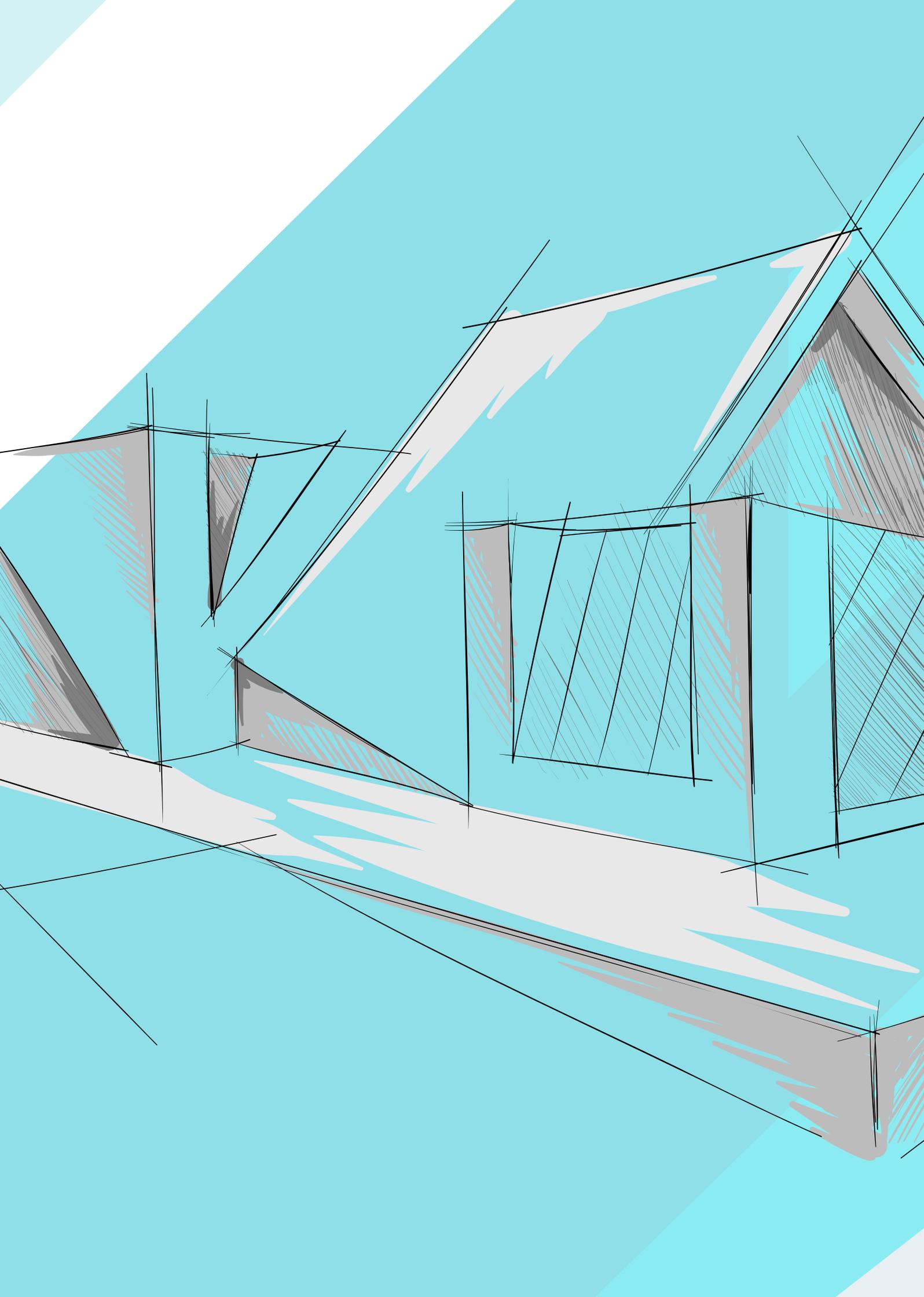
Antes de adentrar na discussão da regulamentação proposta, que retoma muitas das reflexões aqui tecidas, o próximo Capítulo oferece uma síntese, baseada em pesquisa bibliográfica, do que são os Covered Bonds: as características que definem esses títulos e algumas tendências observadas no movimento de harmonização desses títulos por meio do estabelecimento de um quadro de referência de melhores práticas. O Capítulo 4 visa, assim, oferecer referências atualizadas para a reflexão crítica sobre a regulamentação proposta pelo Banco Central do Brasil para a LIG, objeto do Capítulo seguinte.

44 - Anuário Uqbar, 2016.

45 - Tanto residente no país quanto no exterior. Residente ou domiciliado em país com tributação favorecida paga imposto, alíquota de 15% (Parágrafo Único do Art.90).

46 - Alíquota, conforme o prazo da aplicação, de 22,5% (até 180 dias); 20% (de 181 dias a 360 dias); 17,5% (de 361 dias a 720 dias) ou 15% (acima de 720 dias).

47 - A crescente participação das LCIs nos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), função da tendência de redução da rentabilidade relativa dos aluguéis e crescimento das taxas de vacância, apresenta outra oportunidade de favorecer as LIGs por meio de alterações nas regras de tributação. Segundo o Anuário Uqbar (2017, p.45) esses Fundos contam hoje com isenção fiscal sobre os rendimentos obtidos com as LCIs.





4. COVERED BONDS – UMA BREVE REVISÃO

4. COVERED BONDS – UMA BREVE REVISÃO

Covered Bonds (CB) são instrumentos antigos, de mais de dois séculos⁴⁸, que ressurgiram com força em meados dos anos 90, a partir da primeira emissão Jumbo (German Pfandbrief). Mais recentemente, a estabilidade e o sucesso desses títulos durante a crise financeira internacional deram mais notoriedade e deflagraram iniciativas de regulamentação de CBs em diversos países⁴⁹ e emissões fora do continente europeu, denotando um movimento de globalização dos Covered Bonds.

CBs são instrumentos de dívida bancária adequados à captação de longo prazo, definidos por um conjunto de características fundamentais em torno dos conceitos de segurança, qualidade e transparência, sendo a dupla garantia a principal, a condição “sine qua non” de sua diferenciação. Um CB deve garantir:

- I. um direito de crédito sobre a instituição emitente de CBs, limitado ao cumprimento integral das obrigações de pagamento associadas ao título;
- II. em caso da insolvência do emitente, um direito privilegiado sobre os ativos incluídos no pool de cobertura (Carteira de Ativos) limitado, sempre, ao cumprimento das obrigações de pagamento associadas aos CBs. Se a Carteira de Ativos revelar-se insuficiente para cumprir integralmente as obrigações de pagamento para com o investidor de CBs, a ele deve ser concedido direito de crédito contra a massa falida do emitente (portanto sobre demais ativos não segregados para integrar o pool), que se classifica *pari passu* com demais obrigações contraídas pelo emitente junto aos demais credores não garantidos (unsecured creditors)⁵⁰.

Este dual recourse distingue fundamentalmente os CBs de demais títulos de dívida bancária – incluídas aí nossas Letras de Crédito Imobiliário (LCI)⁵¹, a despeito de sua emissão ser lastreada por créditos imobiliários,

48 - Segundo Stöcker (2011), os Covered Bonds são instrumentos muito antigos que datam do século XIX e foram inventados para a agricultura residencial, migrando com o tempo para outros mercados. Silva (2011) registra que as primeiras emissões ocorreram ainda no século XVIII na Prússia e Dinamarca, estendendo-se para outros países Europeus no século seguinte.

49 - Há, contudo, mercados em que os CBs não são especificamente regulamentados e suas emissões são contratuais (Structured Framework), caso dos Estados Unidos e outros, como a Inglaterra, em que há tanto a emissão de CBs contratuais como regulados, esses últimos submetidos à legislação específica.

50 - Segundo o EBA (2016, p.26), o recurso ao patrimônio da insolvência pode ser entendido como uma extensão da primeira parte do princípio do duplo recurso: ao menos 22 dos 29 estados-membro estão alinhados com essa diretiva.

51 - Lei 10.931/2004.

posto que não contam com o recurso privilegiado à carteira de ativos segregada – e das Securities baseadas em hipotecas (Mortgage Backed Securities, MBS, aqui Certificados de Recebíveis Imobiliários, CRIs) que não contam com a garantia do emissor.

Nos Covered Bonds o emissor permanece responsável pelos créditos e pelos títulos emitidos a partir deles. Esta é uma diferença significativa em relação aos securities, pois, ao manter o originador do crédito e emissor dos títulos liable, incentiva boas práticas creditícias, contribuindo para a solidez e sustentabilidade do mercado de crédito imobiliário. O moral hazard oportunizado pelos MBSs está no âmago da crise internacional iniciada nos Estados Unidos há cerca de uma década.

Isso não significa, contudo, que CBs são isentos de riscos. Como avalia Stöcker (2014), a promessa de salvaguarda do investidor em caso de insolvência do emissor é a essência desse instrumento e, consequentemente, a falha no funcionamento dessa premissa em algum grande mercado poderia minar a credibilidade desses títulos. Recentemente a tendência de diluição dos pools em ativos de classes diversas e as inovações relativas às estruturas de emissão podem configurar riscos relevantes para os CBs, denotando a importância da definição do que são, de fato, os Covered Bonds, dos requisitos de qualidade e restrições sobre os ativos que formam o Cover Pool. Essa preocupação deflagrou o movimento recente de “harmonização” desses títulos na Europa. Este ponto será retomado adiante.

O Relatório da European Banking Authority (EBA, 2016, p.28) observa que conforme o modelo de CB configurado em cada mercado, os riscos envolvidos podem variar, mas é fato que os modelos tipicamente observados, descritos a seguir, estão bem consolidados e têm desempenhado positivamente na emissão de CBs que assegurem o duplo recurso e a segregação da Carteira de Ativos (Cover Pool). Segundo Stöcker (2011, pp. 3-5) os modelos de CBs existentes podem ser classificados basicamente em 4 distintos tipos, admitindo-se a inserção de um 5º:

I. Modelo 1: encontrado na França, Noruega, Irlanda, Finlândia e Suécia, entre outros, o emissor é uma instituição completamente especializada, cujo balanço é composto apenas por Co-

ver Assets e CBs sendo que a originação e a administração dos ativos e do próprio emissor é feita pelo Banco líder (Sponsor Bank ou Parent Bank). O emissor, nesse caso, tem função exclusiva de abrigar legalmente (portanto segregadamente) os ativos elegíveis e as dívidas dos CBs.

II. Modelo 2: presente na Hungria, Polônia, Luxemburgo e parcialmente na Dinamarca, neste caso o emissor é uma instituição de crédito especializada, autorizada por Lei, que origina e administra os ativos elegíveis (em geral hipotecas e empréstimos ao setor público).

III. Modelo 3: O emissor é um banco universal e para emitir CBs pode ser requerida uma licença especial (casos da Áustria, Alemanha a partir de 2005, Finlândia, Dinamarca, Islândia, Suécia, Eslovênia) ou não (Bulgaria, República Checa, Grécia, Portugal, Espanha, Lituânia). Como no modelo 2, o emissor origina e administra os ativos elegíveis, mas a questão da segregação da Carteira de Ativos (Cover Assets) do restante dos ativos da instituição, aqui, torna-se ainda mais crucial.

IV. Modelo 4: O originador dos créditos e emissor dos CBs (instituição de crédito) transfere⁵² os Cover Assets para um Special-Purpose-Vehicle (SPV) de modo a segregá-los de sua carteira (Holanda, Reino Unido e Itália). O SPV, que não possui status legal de instituição de crédito, garante o pagamento do principal e juros dos CBs. Diferentemente dos demais modelos, a segregação não se baseia em marco regulatório específico dos CBs, mas em legislação geral. O investidor deve avaliar se a transferência é plenamente válida e se sobreviveria à insolvência do emissor. Em virtude da menor transparência e necessidade de supervisão sobre o SPV, esse modelo se aproxima mais das técnicas de securitização, ainda que aqui o emissor dos títulos não seja o SPV.

V. Modelo 5: o originador é instituição distinta do emissor de CBs, sendo que na maioria dos casos este último age em cooperação com muitos originadores, que seguem administrando

52 - Por meio de full assignment, pledge ou trust. Stöcker, 2011, p.5.

os Cover Assets. Esse modelo pode ter regulamentação específica ou basear-se em cooperação contratual entre bancos parceiros. É encontrado na Austria, Dinamarca, França, Hungria, Espanha e Suíça.

Nos modelos (2 e 3) em que o emissor possui em seu balanço, tanto a Carteira de Ativos que garante os Covered Bonds emitidos quanto outros ativos, com os quais responde perante outros credores, não garantidos (unsecured creditors), a questão da segregação dos ativos – ring fencing – assume, naturalmente, maior relevância e, em geral, é feita pelo registro. Nesses casos, é necessário que não pare qualquer dúvida ou insegurança jurídica a respeito dessa segregação que deverá ser estabelecida em Lei. Após uma série de evoluções desde as antigas estruturas de penhora, o Pfandbrief Act alemão de 2010 concedeu status legal ao Cover Pool de parte não-insolvente em caso de insolvência do emissor, sendo a massa falida composta apenas pelo restante dos ativos⁵³.

Já os modelos 1 e 4 preveem outra forma de realizar a segregação dos ativos lastro, seja por meio da transferência desses ativos para uma instituição totalmente especializada (modelo 1) ou para um Special Purpose Vehicle (modelo 4).

A segregação efetiva da Carteira de Ativos constitui, portanto, atributo fundamental para o desenvolvimento dos Covered Bonds. De acordo com Stocker (2011), em países como a Alemanha, as restrições criteriosas adotadas relativas aos créditos que compõem os Cover Pools, aliadas às taxas de juros fixas de longo prazo, têm propiciado estabilidade para o mercado imobiliário, especialmente em tempos de crise⁵⁴.

A seguir são descritas as demais características dos CBs utilizando-se, majoritariamente, o quadro de referência construído pela European Banking Authority (EBA, 2016, pp.26-81), que além de atualizado, busca definir as melhores práticas de regulamentação:

- **Bankruptcy Remoteness⁵⁵:**

A regulamentação não deve exigir que as obrigações de pagamento vinculadas aos CBs se acelerem automaticamente após a insolvência do emissor, de modo a assegurar que as opções disponíveis para o administrador

53 - Stöcker, 2011.

54 - O Mortgage Bank Act de 1900 focou em "prudent real estate valuation criteria."

55 - Afastamento da falência, em tradução livre, pela autora.

da Carteira de Ativos (Cover Pool) para cumprir com o reembolso integral e tempestivo dos títulos não sejam restringidas. O marco regulatório deve assegurar que o emissor tenha um plano em vigor, a qualquer momento, especificando os procedimentos operacionais destinados a assegurar o bom funcionamento do programa de CBs após sua insolvência.

O bankruptcy remoteness é outro conceito central que, de acordo com as melhores práticas identificadas pelo EBA deve incorporar os seguintes aspectos:

- **Aspecto estrutural:** segundo o qual a regulamentação deve evitar uma aceleração automática dos CBs em aberto e garantir a prioridade dos direitos de crédito dos investidores sobre os ativos do Cover Pool;

- **Aspecto operacional:** I, segundo o qual devem ser especificados os procedimentos operacionais que o emissor deve estabelecer, de modo a, no caso de sua insolvência, assegurar uma transição harmoniosa das obrigações e atribuições do emissor para o administrador do Cover Pool.

- **Administração da Carteira de Ativos pós insolvência do emissor:**

A regulamentação dos CBs deve estabelecer que, após a insolvência do emissor, o Programa de CBs seja gerido de forma independente e visando os interesses preferenciais dos investidores. Para tanto, as disposições legais devem ser claras e suficientemente pormenorizadas sobre os deveres e poderes do administrador, de modo a assegurar que este possa tomar todas as medidas necessárias para a plena realização dos interesses dos investidores e, ao mesmo tempo, manter um elevado grau de clareza jurídica e de transparência vis-à-vis o investidor em termos de gestão dos CBs em cenários de estresse.

Quando da insolvência, o administrador desempenha um papel fundamental em garantir o cumprimento de todas as obrigações de pagamento programadas pelo programa de CBs e em satisfazer o direito de crédito dos investidores de modo prioritário. Por conseguinte, é necessário assegurar a independência dessa função administrativa e definir, claramente, suas atribuições e competências.

- **Composição da Carteira de Ativos:**

A composição da carteira de ativos que lastreia a emissão desses títulos é outro fator fundamental e requer sempre créditos de alta qualidade (strong backing assets), tipicamente créditos hipotecários.

Os pools que compreendem créditos hipotecários mistos – residenciais e comerciais – devem ser estruturados e geridos de forma a assegurar que a composição por tipo de crédito (residencial versus comercial) que caracteriza essa carteira no momento da emissão, não mude substancialmente ao longo da vida do CB por outros motivos que não o perfil de amortização dos ativos de cobertura. A EBA considera que os limites regulamentares para a composição desses pools poderiam representar uma prática recomendada para assegurar que seja mantido um certo grau de coerência no perfil de risco do pool de cobertura ao longo da vida do CB. No entanto, a EBA reconhece que outros instrumentos podem igualmente garantir a coerência e a estabilidade na composição de pools mistos, incluindo as disposições contratuais específicas, bem como a supervisão com base em diretrizes estabelecidas.

O tipo de ativo primário tem um impacto direto sobre as características gerais de risco de crédito de um CB. A EBA tem, portanto, recomendado separar diferentes tipos de ativos em diferentes pools, permitindo apenas um tipo de ativo em cada pool. No entanto, no que diz respeito ao pool de cobertura composto por hipotecas, a EBA reconheceu uma prática de mercado de misturar empréstimos residenciais e comerciais em uma mesma carteira e recomenda que a proporção inicial das hipotecas residenciais e comerciais deve permanecer estável ao longo da vida do CB, de modo a evitar risco de que os investidores fiquem consideravelmente expostos a mudanças até o termo dos seus títulos.

Segundo Stöcker (2011), outros tipos de crédito, também considerados de alta qualidade, são permitidos em várias legislações, entre eles, basicamente: financiamentos ao setor público, a navios e aeronaves, créditos para exportação e, mais recentemente, Green CBs, créditos a empreendimentos ambientalmente sustentáveis⁵⁶. Na legislação britânica são admitidos financiamentos aos social landlords e a parcerias público-privadas⁵⁷. Em menor proporção, derivativos podem entrar na

56 - Exemplo: hipotecas de green buildings.

57 - Silva, 2011, p.80.

composição no intuito de prover hedge, mitigar riscos monetário e de taxa de juros. Não obstante, a tendência é de predomínio dos créditos imobiliários na composição dos pools.

- **Limites de quota de financiamento (Loan to Value – LTV)**

A regulamentação de CBs deve estabelecer parâmetros máximos de LTV para efeito de enquadramento dos ativos. Há dois tipos de limite de LTV podem ser estabelecidos: (i) soft limits, (flexíveis) aqueles que definem a parcela de contribuição do crédito (porção do empréstimo) destinada à cobertura de passivos vinculados aos CBs; (ii) hard limits (rígidos) que determinam a elegibilidade do empréstimo para sua inclusão ou exclusão no pool de cobertura. No caso de aplicação dos limites flexíveis, os empréstimos com níveis de LTV mais elevados podem ser mantidos no pool de cobertura, desde que computado somente o montante máximo pelo qual o empréstimo contribui efetivamente para a cobertura. No caso de aplicação de limites rígidos, os empréstimos com percentuais de LTV mais altos do que o limite estabelecido, não são elegíveis para integrarem o pool e não podem ser computados para efeito da cobertura. Hard LTV limits podem ser aplicados somente quando os créditos passam a integrar o pool (na inclusão do empréstimo hipotecário na carteira) ou durante toda a existência do empréstimo. No segundo caso, uma vez que o empréstimo viole os limites máximos de LTV definidos (caso de redução do valor da propriedade), é então retirado do pool e substituído por outro, elegível (ou mantido, mas excluído do cálculo da cobertura).

A EBA ressalta a importância de atentar para o contínuo enquadramento ao longo da vida do CB, ou seja, a permanente aplicação dos limites de LTV a créditos já incluídos no pool, posto que uma desaceleração severa dos preços de imóveis poderia resultar em falhas na garantia em Programas de CBs. A Diretiva UCITS (Artigo 52 (4)) exige, explicitamente, que a cobertura do pool seja garantida durante todo o período de validade dos CBs implicando, portanto, na contínua aplicação do requisito do LTV sobre os ativos lastro. Não obstante, para além de estabelecer o princípio de cobertura, a Diretiva não define os limites a serem aplicados.

- **Medição de LTV e frequência de reavaliação:**

A regulamentação dos CBs deve estabelecer que o valor do imóvel que garante um determinado empréstimo e o atendimento ao limite de LTV regulamentar que determina a contribuição desse empréstimo para fins de cobertura sejam monitorados e atualizados, em frequência anual, pelo menos, para imóveis residenciais e comerciais ou mais frequentemente, sempre que o gestor da carteira, o monitor ou a autoridade supervisora considere adequado. Deve especificar, ainda, que a avaliação das propriedades que garantem os empréstimos seja baseada em regras de avaliação transparentes e realizada por um agente independente do processo de concessão de crédito. Como mínimo, o processo de avaliação deve ser compatível com as condições estabelecidas no primeiro e segundo parágrafos do Artigo 229 (1) do CRR.

Stöcker (2011) enfatiza que em geral são estabelecidos critérios de avaliação sólidos, com monitoramento regular por meio de atualização ou reavaliação das garantias. Enquanto o modelo alemão estabelece critérios de avaliação de imóvel em Lei específica com monitoramento anual para os créditos comerciais e a cada três anos para os residenciais, o inglês prevê a atualização dos valores dos imóveis garantia por índices de preços, atualizados em bases mensais, sendo a queda automaticamente refletida, enquanto a alta dos índices fica sujeita a cortes⁵⁸.

- **Sobrecolateralização:**

A sobrecolateralização (overcollateralization) trata do excesso de ativos na composição do Cover Pool em relação aos compromissos de pagamento dos CBs e está relacionada à liquidez e qualidade dos ativos, qual seja, quanto maiores os critérios de qualidade e exigências de liquidez na composição do cover pool, menor é a necessidade de sobrecolateralização. A EBA considera que um nível mínimo regulamentar de sobrecolateralização constitui uma boa prática de mitigação de risco, mas o nível estabelecido depende de vários fatores, incluindo, mas não limitado a classe de ativos e o princípio de cobertura escolhido (nominal, valor presente líquido, valor presente líquido sob estresse, etc.).

A regulamentação deve assegurar que todas as responsabilidades do Programa de CBs, incluindo passivos face a contrapartes em con-

58 - Silva, 2011, pp. 71 e 81.

tratos de derivativos e, quando aplicável, passivos em favor de administradores, monitores, trustees, servicers, e outros envolvidos estejam cobertos pelos ativos.

De acordo com Stöcker (2014), em alguns casos a definição do excesso exigido é feita caso a caso (Reino Unido), mas na maioria das vezes o percentual mínimo vem expresso na legislação. O German Pfandbrief Act estabelece percentual para a sobrecolateralização, mas a autoridade supervisora (BaFin) pode exigir complemento (cover add-on). Há, ainda, a possibilidade de adicionar sobrecolateralização, em nível acima do regulamentar, para elevar o rating do CB. Mas se a exigência decorre de uma avaliação de que a condição sem o reforço adicional era insatisfatória, esse reforço adicional de ativos talvez não possa ser considerado excesso (ainda que do ponto de vista estritamente regulamentar pareça) e, portanto, essa questão se torna complexa em caso de insolvência do emissor. O German Pfandbrief Act determina o retorno do excesso de sobrecolateralização, se houver, para a massa falida.

Além da sobrecolateralização, outras formas específicas de cobertura podem ser determinadas, tais como interest matching, currency matching, duration matching or maturity matching.

- **Uso de Derivativos:**

A regulamentação deve especificar que derivativos sejam permitidos exclusivamente em programas de CBs para fins de cobertura de risco (hedge). Deve prever, ainda, que os contratos de derivativos celebrados pelo emissor e registrados no pool não possam ser rescindidos quando o emissor entra em estado de insolvência, de modo a seguir oferecendo proteção para o Programa de CBs, garantindo o interesse dos investidores.

Derivativos são frequentemente utilizados em programas de CBs para mitigação de riscos de mercado, particularmente riscos decorrentes de descasamentos de juros e/ou moeda. Ao mesmo tempo em que fornecem proteção aos investidores, também introduzem um elemento de risco de crédito de contraparte para a estrutura dos programas de CBs, uma vez que as contrapartes classificam-se, normalmente, pari passu com os investidores com relação aos direitos de crédito sobre os ativos. Além dis-

so, quando se permite que os derivativos sejam utilizados para outros fins que não hedge, abre-se a possibilidade de transações especulativas que podem resultar em prejuízo para os investidores.

Além do uso de derivativos, outros mecanismos são estabelecidos para tratar dos riscos de mercado associados aos CBs, tais como requisitos para a elegibilidade das contrapartes de derivativos.

- **Reserva de Liquidez:**

Requisito para mitigar o risco de liquidez no programa de CBs por meio da manutenção da disponibilidade de ativos líquidos de modo a cobrir as saídas líquidas cumulativas do programa de CBs por um período de tempo definido. Esta reserva constitui, segundo a EBA, uma boa prática regulamentar. A recomendação é que seja requerida por regulamentação e que difira de regras prudenciais de liquidez, destinadas a endereçar um estresse (de liquidez) de 1 mês do programa de CBs, particularmente visando cenário de insolvência do emissor, quando as salvaguardas de liquidez do emissor não estão mais disponíveis.

A reserva tem por meta a necessidade do programa de CBs e a determinação da calibragem deste requisito depende das estruturas do programa de CBs (hard bullet, soft bullet, etc.) que expõem os CBs a diferentes riscos de liquidez.

- **Teste de Estresse:**

A regulamentação deve exigir que os emissores efetuem exercícios de teste de estresse no cálculo do requisito de cobertura, tendo em conta, no mínimo, os seguintes fatores, com base no desempenho histórico, quando existem dados disponíveis:

- Mudanças em curvas de taxa de juros relevantes;
- Mudanças em risco de moeda relevantes para o programa de CBs;
- Estresses na qualidade de crédito dos ativos lastro;
- Estresses no comportamento de repagamento dos ativos lastro;
- Estresses no preço de liquidação dos ativos subjacentes.

Os testes de estresse também devem levar em conta outros riscos. O Relatório da EBA de 2014 recomendou a implementação periódica de exercícios de teste de estresse em torno dos principais riscos acerca de um programa de CB e a avaliação das suas implicações na cobertura e na capacidade do programa de cumprir com suas obrigações de pagamento.

- **Monitor do Cover Pool:**

A regulamentação deve prever que seja designado um monitor a cada estabelecimento de um programa de CBs, definindo critérios de elegibilidade para a sua nomeação, bem como as suas funções e poderes, incluindo, mas não se limitando ao acompanhamento de todos os requisitos de cobertura e testes de elegibilidade, além de auditoria aleatória da carteira de ativos.

A EBA recomenda que o monitor seja uma entidade interna ou externa, desde que diferente do auditor regular do emissor. Em geral, o Cover Monitor é um auditor independente, que tem como responsabilidade checar o atendimento aos critérios de elegibilidade e realizar testes periódicos na Carteira. Quando atribuições semelhantes estão a cargo da autoridade supervisora, a designação de um monitor é dispensável. Segundo Silva (2010, p.75), na Espanha, a supervisão prudencial fica a cargo do Banco de Espanha, enquanto a supervisão especial requerida na Diretiva UCITS é conduzida pela Comissão Nacional do Mercado de Valores (CNVM) que monitora e supervisiona a aderência aos requerimentos e aos limites de emissão.

- **Supervisão do emissor de CBs:**

A regulamentação deve prever que a autoridade supervisora aprove o estabelecimento de um programa de CBs por um determinado emissor – o Cover Pool é estabelecido para a emissão inaugural. No âmbito de um mesmo programa, poderão ser acrescentadas garantias adicionais ao pool de cobertura e poderão ser emitidos outros CBs, concedendo aos investidores direitos de créditos que se classificam *pari passu* com os créditos associados aos títulos já existentes, garantidos pelo mesmo pool, em caso de insolvência do emissor.

Na fase de estabelecimento da emissão, a autoridade competente deve estar satisfeita, pelo menos com base nas informações recebidas do emissor relativas à adequação das políticas, procedimentos e controles operacionais que serão por ele implementados para a gestão do programa de CBs. Ainda, para a situação de insolvência, que sejam respeitadas as restrições ao emissor previstas pela regulamentação e que as características da Carteira de Ativos satisfaçam os requisitos estabelecidos.

A EBA reconhece que a prática de licenciamento de emissores especializados – que só emitem CBs e realizam atividades acessórias relacionadas aos CBs – pode assegurar um nível de supervisão do emissor comparável ao da autorização para estabelecimento de novo programa de CBs. Todos os requisitos aplicáveis à concessão de uma licença devem ser objeto de acompanhamento regular e o estabelecimento de novos programas de CBs deve, no mínimo, ser objeto de notificações ex ante à autoridade supervisora.

A regulamentação deve ser clara e suficientemente pormenorizada em relação às funções e competências da autoridade supervisora no que se refere à supervisão contínua das atividades e requisitos regulamentares aplicáveis aos emissores, bem como aos administradores em situação de insolvência do emissor.

Stöcker (2011) observa que supervisão a cargo de uma instância reguladora, em geral o banco central do país, requer equipe especializada e a realização de checagens aleatórias. Na Alemanha o BaFin possui um departamento especializado na regulamentação do Pfandbrief e no desenvolvimento desse mercado.

- **Transparência:**

A regulamentação deve exigir que os emissores de CBs divulguem dados agregados sobre o risco de crédito, o risco de mercado e as características de risco de liquidez dos ativos do pool e dos CBs de cada programa, bem como outras informações relevantes, incluindo as contrapartes envolvidas no programa e os níveis de sobrecolateralização contratual e voluntária, se houver. A informação deve ser divulgada em um nível de detalhe que permita aos investidores realizar uma análise de risco abrangente.

O artigo 129º do CRR estabelece requisitos de divulgação para o emissor, de modo que os investidores de CBs, notadamente instituições de crédito e bancos de investimento possam se beneficiar do tratamento preferencial de ponderação de risco no seu investimento. A EBA identificou várias áreas de informação que devem ser disponibilizadas aos investidores para análise de risco e cuja divulgação, por parte dos emissores deve ser obrigatória. Os requisitos de divulgação recomendados pelo quadro de referência da EBA vão, portanto, além dos requisitos de divulgação especificados no artigo 129º do CRR e devem ser aplicáveis a todos os CBs, exceto aqueles que não visam tratamento de ponderação de risco preferencial. A frequência de divulgação deve ser trimestral.

Observou-se que muitos emissores de CBs divulgam informações abrangentes sobre os seus programas a um grau próximo ou até superior ao preconizado pela EBA, ainda que não necessariamente exigido pela regulamentação nacional, demonstrando a capacidade dos emissores de irem além das exigências regulamentares.

Por fim, várias legislações estabelecem proteção para a denominação dada aos Covered Bonds⁵⁹, de modo que outros títulos, que não exibam as características e qualidades definidas, não possam tomá-la emprestado.

De acordo com Stöcker (2014) iniciativas regulatórias recentes têm concedido tratamento privilegiado aos CBs que espelha a estabilidade desse instrumento durante a crise. Entre essas iniciativas encontram-se os esforços de harmonização desses títulos na Europa e a reavaliação do tratamento privilegiado dos CBs.

Embora os mercados de CBs europeus estejam bem alinhados no que concerne os pilares estruturais que definem este instrumento – dual recourse (dupla garantia), segregação dos Cover Assets (Carteira de Ativos), garantia do princípio de cobertura e bankruptcy remoteness – o movimento pela harmonização decorre de diferenças importantes encontradas em quesitos como supervisão, reserva de liquidez, composição dos Cover Pools, teste de estresse e transparência informacional⁶⁰. A título de exemplo, segundo a Scope Ratings (2017): na Eslováquia, a

59 - Covered Bond é a denominação anglo-saxã. Na França este tipo de título é denominado Obligations Foncières; na Dinamarca Realreditobligationer; na Alemanha, Pfandbrief; em Portugal, Obrigações Hipotecárias; na Espanha, Cédulas Hipotecárias.

60 - EBA, 2016, p.7.

segregação da Carteira de Ativos não está bem estabelecida e os investidores podem enfrentar uma aceleração dos CBs em caso de insolvência do emissor; na Espanha o colateral dos créditos que formam o Cover Pool pode deixar de atender aos requisitos de LTV ao longo do termo dos CBs, já que o compliance só é testado na originação e não são exigidas reavaliações periódicas; em diversos modelos, os investidores têm que se basear, principalmente, na divulgação voluntária por parte dos emissores ou não podem avaliar a resiliência dos Cover Pools, já que a publicação dos testes de estresse é pouco comum.

A iniciativa de harmonização da Autoridade Bancária Europeia apoia-se nos pontos fortes de regulamentações nacionais existentes para consolidar um quadro de referência com os princípios considerados essenciais aplicáveis aos CBs, com o intuito de assegurar maior consistência em termos de definição e tratamento regulatório. Sua abordagem permite maior convergência em caráter voluntário, em contraste com a ideia inicial da Comissão Europeia de criar um marco regulatório absolutamente uniforme, aplicável a todos os estados membros⁶¹.

Esse esforço de harmonização, que inclui o desenvolvimento do Harmonised Transparency Template (HTT), prevê que enquanto alguns países precisarão de apenas pequenas alterações em sua legislação, outros necessitarão de mudanças fundamentais para se adequar aos princípios essenciais traçados pelo EBA⁶², consolidados em relatório, abrangendo:

- Elaboração de uma definição para os Covered Bonds e especificação dos requisitos de qualidade estrutural aplicáveis a todas as CBs regulamentadas na EU, aqui comentados;
- Alteração da regulamentação de Requerimento de Capital para reforçar as condições de tratamento preferencial de capital para os CBs (CRR e Solvency II); e
- Incentivos à convergência dos marcos regulatórios nacionais, de maneira voluntária, em casos específicos através de instrumentos não vinculativos, de modo a estabelecer melhores práticas.

Há, ainda, o Conselho Europeu de Covered Bonds (European Covered Bond Council - ECBC) criado em 2004, uma plataforma que reúne participantes

61 - Segundo Stöcker (2014), a questão da harmonização tem sido debatida há muito tempo, notadamente desde que o "Green Paper on Long Term Finance in Europe" foi publicado.

62 - O EBA reconhece a importância de manter alguma flexibilidade para acomodar especificidades locais.

desse mercado – emissores, analistas, investidores, agências de rating e outros stakeholders – e conta atualmente com mais de 100 membros, entre eles, a Abecip. O propósito deste Conselho é representar e promover o interesse dessa indústria e seus participantes, em nível internacional, constituindo ponto de referência e atuando ainda como thin-tank.

Em 2012, o ECBC fundou o Covered Bond Label Foundation (CBLF) que, desde 2013, concede selos que atestam o padrão de qualidade, com o intuito de realçar o nível de transparência e comparabilidade no âmbito do mercado de CBs europeu. O Harmonised Transparency Template, mencionado acima está sendo implementado por todos os emissores que possuem o selo da CBLF, que se baseia no Covered Bond Label Convention. Esta Convenção define o que são CBs⁶³ e estabelece a essência desse instrumento, também em linha com os pressupostos estabelecidos pela EBA:

- **Salvaguardas da legislação:**

- a) O programa de CB está incorporado numa legislação nacional específica de CB;

- b) Os detentores de títulos têm pleno recurso, direta ou indiretamente, contra a instituição emissora que está sujeita à regulamentação e supervisão públicas;

- c) As obrigações da instituição de crédito em relação ao cover pool são supervisionadas por autoridades públicas competentes.

- **Atributos de segurança intrínsecos aos CBs:**

- a) Os detentores de títulos têm duplo recurso contra:

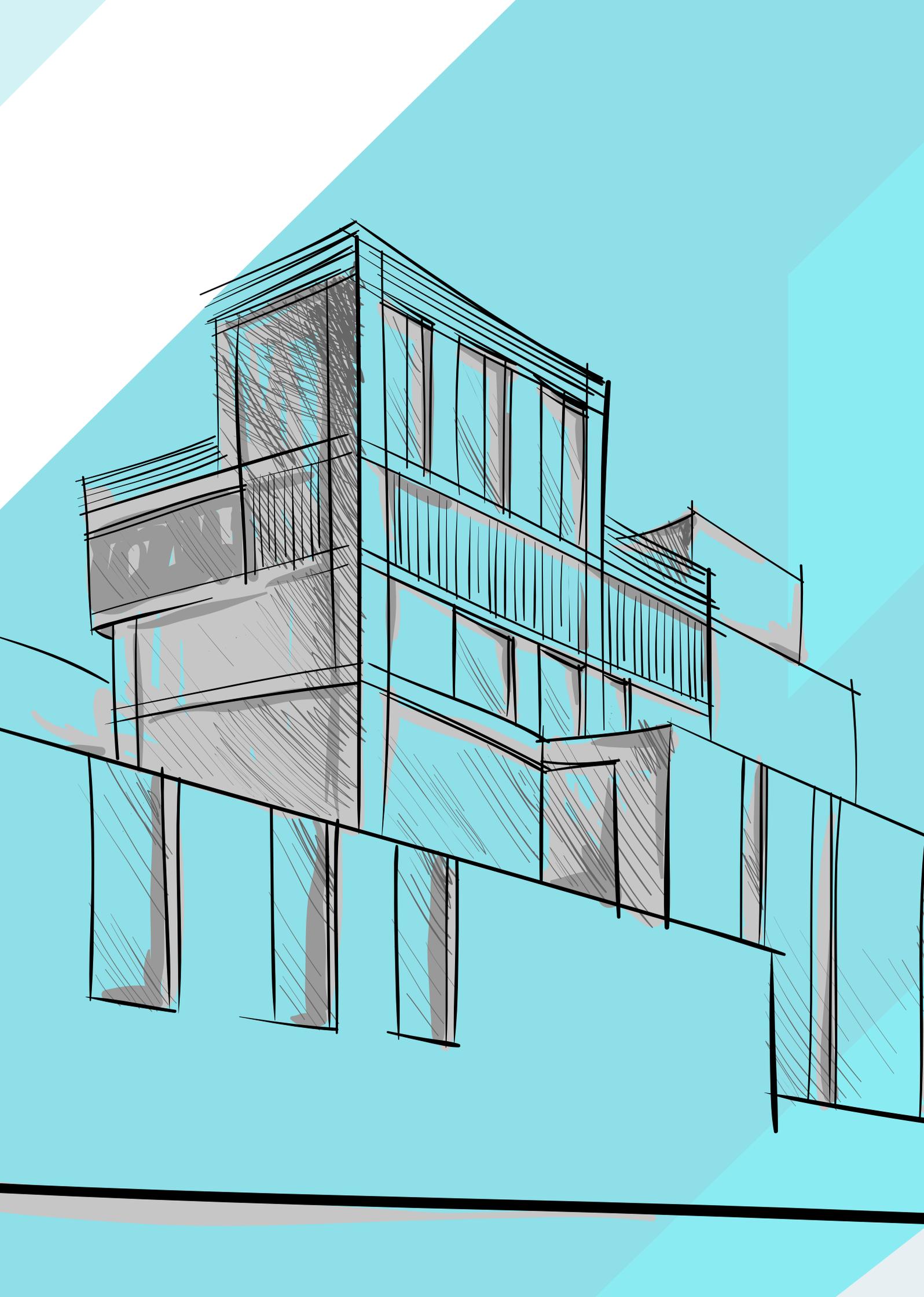
- a instituição de crédito emissora;

- o cover pool composto por ativos financeiros (hipotecas, setor público ou financiamentos a navios), com privilégio sobre os demais credores do emissor;

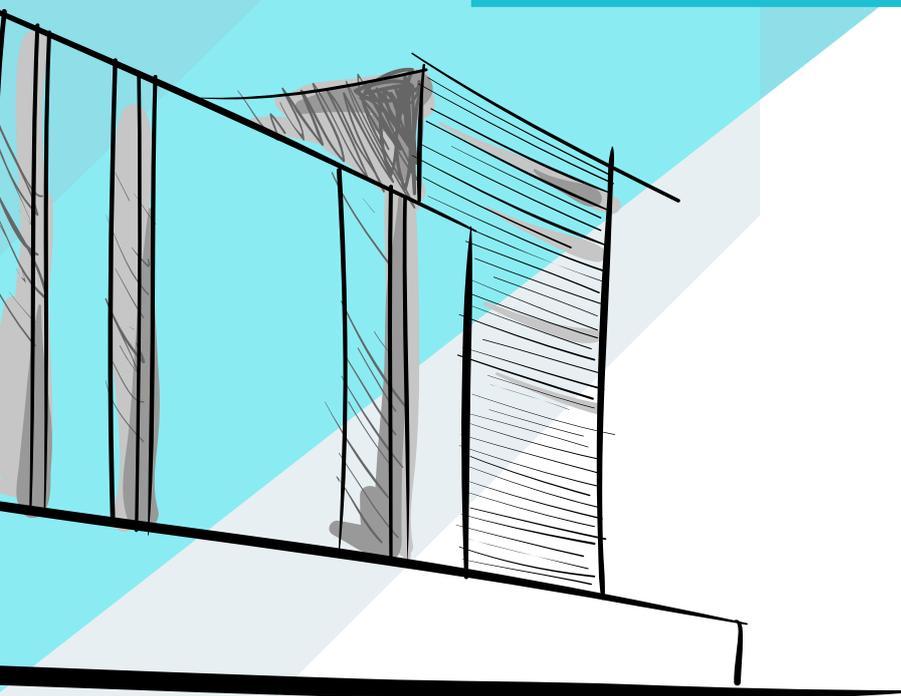
- b) A instituição emissora tem a obrigação permanente de manter ativos suficientes no cover pool para atender os compromissos assumidos com os investidores;

c) Os emissores estão comprometidos a fornecer informações regulares que permitam aos investidores analisar o cover pool, em conformidade com o Harmonised Transparency Template e com os requisitos de transparência do Artigo 129(7) do CRR.

A minuta da Resolução proposta pelo Banco Central já endereça os requisitos básicos desta Convenção, além dos principais pontos que vêm sendo discutidos no âmbito dos esforços de harmonização, anteriormente descritos e que compõem a lista de melhores práticas da EBA, denotando o cuidado do regulador no sentido de buscar construir uma regulamentação à altura do desafio de implantar um mercado de Covered Bonds no Brasil. Não obstante, há pontos que podem ser aprimorados, conforme discutido na análise crítica desta minuta, apresentada no próximo Capítulo.



5. ANÁLISE CRÍTICA DA REGULAMENTAÇÃO PROPOSTA



5. ANÁLISE CRÍTICA DA REGULAMENTAÇÃO PROPOSTA

No Brasil a Letra Imobiliária Garantida (LIG) está regulamentada pela Lei 13.097/2015⁶⁴ como título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, garantido por Carteira de Ativos submetida ao regime fiduciário, consistindo em promessa de pagamento em dinheiro.

Esta Lei (13.097/2015) estabelece que as LIGs podem ser emitidas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, caixas econômicas, companhias hipotecárias e associações de poupança e empréstimo: “as instituições emissoras respondem pelo adimplemento de todas as obrigações decorrentes da LIG, independentemente da suficiência da Carteira de Ativos” (Art. 63, § único).

E, ainda, que “os ativos que integram a Carteira de Ativos, submetida ao regime fiduciário constituem patrimônio de afetação, que não se confunde com o da instituição emissora” (Art.70). Leis anteriores – Regime Fiduciário, Lei 9514/1997 e Patrimônio de Afetação, Lei 4.591/1964⁶⁵ – formam, portanto, as bases legais para a segregação da Carteira de Ativos e regulamentação da LIG.

A Resolução, cuja minuta foi submetida à consulta pública por meio do Edital 50/2017 do Banco Central do Brasil entre janeiro e abril de 2017, objetiva detalhar “as características gerais da LIG, os requerimentos e procedimentos necessários para sua emissão, os requisitos da carteira de ativos e o respectivo processo de apuração e verificação, as condições para administração dessa mesma carteira, os deveres e prerrogativas da instituição emissora e do agente fiduciário, bem como as regras para a atuação da assembleia de investidores titulares de LIG”.

Sem dúvida, a regulamentação proposta foi construída de maneira sólida, bem estruturada, fruto de muita pesquisa e discussões técnicas no âmbito do Banco Central. Não obstante, a consulta pública realizada trouxe a oportunidade de ampliar os olhares e análises, enriquecer o debate e aprimorar o marco regulatório, contribuindo para o desenvolvimento deste novo instrumento de captação.

64 - Que tem origem na MP 656/2014.

65 A Lei 4.591, em seu artigo 31-A estabeleceu o regime de afetação para incorporações imobiliárias: a incorporação sob este regime fica separada do patrimônio geral do incorporador e é tratada como bem independente, autônomo, não se comunicando com demais bens, obrigações e direitos do incorporador. Esta Lei sofreu adições por meio da Lei 10931/2004, conferindo mais robustez ao instituto.

Este Capítulo se propõe a oferecer contribuição para este debate, por meio da análise crítica da minuta da Resolução com base na pesquisa bibliográfica realizada no Capítulo anterior, agregando contribuições de três especialistas em Covered Bonds consultados: Otmar Stöcker⁶⁶, Sergio Nasarre Aznar⁶⁷ e Filipe Santos Barata⁶⁸. Os comentários estão organizados por temas que cobrem os principais aspectos definidores das LIGs, e, sempre que indicado, são feitas referências às legislações internacionais de Covered Bonds.

De maneira geral, a visão dos especialistas aqui consultados é que a abordagem regulamentar brasileira é abrangente e busca configurar um instrumento seguro à semelhança dos CBs já regulamentados, apresentando algumas inovações. Não obstante, há questões que devem estar mais claramente definidas, especialmente aquelas consideradas fundamentais devem ser melhor explicitadas, enquanto outras podem ser repensadas e aprimoradas.

É voz geral que as características essenciais das LIGs são qualidade, segurança e transparência. De fato, o maior apelo exercido pelos CBs a investidores vem da alta qualidade desses títulos que nunca registraram caso de default relevante em toda a sua história⁶⁹. Como debatido no Capítulo anterior, a regulamentação específica e detalhada é um ponto nevrálgico dos CBs por conferir segurança e qualidade a esses instrumentos, atributos esses que tem propiciado o crescimento e a estabilidade desse mercado.

Segundo STÖCKER, regulamentações que permitem margem para flexibilizações, diferentes interpretações e procedimentos podem facilitar as emissões, mas requerem o pagamento de taxas de juros mais elevadas aos investidores. Por outra, regulamentações por demais detalhadas e complexas adicionam custos, desestimulam emissores e comprometem o volume das emissões. É preciso, portanto, cuidado na calibragem da regulamentação para acertar um ponto de equilíbrio. De todo modo, vale ressaltar que a regulamentação inicial não é definitiva, pode e deve ser continuamente revista e aprimorada, como tem acontecido no mercado europeu.

66 - Otmar Stöcker é Managing Director da Associação de Pfandbrief Banks na Alemanha e tem publicado uma série de artigos sobre o tema, alguns incluídos na bibliografia deste estudo, dentre eles o capítulo "How to build a successful covered bond market" (Golin et al, 2006).

67 - Sergio Nasarre Aznar é Professor de Direito Civil e Diretor do Departamento de Habitação da Universidade Rovira i Virgili, em Terragona, Espanha, doutor em Direito; mestre em Economia Imobiliária pela Universidade de Cambridge, autor de diversos artigos e livros, entre eles: "La garantía de los Valores Hipotecarios", publicado pela Marcial Pons (2003); "Securitisation and Mortgage Bonds: Legal Aspects and Harmonisation in Europe", pela Gostick Hall Publications (2004).

68 - Filipe Santos Barata é advogado, Mestre em Ciências Jurídicas (Direito Bancário) e Assistente convidado da ISEG, Universidade de Lisboa, autor do livro "As Obrigações Hipotecárias" editado pela Coimbra Editora (2013) e de artigos, entre eles: "As Garantias Especiais no Regime das Obrigações Hipotecárias (Covered Bonds)", 2015; coautor do estudo monográfico "Obrigações Sobre o Sector Público", Estudos em Homenagem ao Professor Carlos Ferreira de Almeida, Lisboa, Almedina (2011).

69 - Ver Gollin et al, 2006.

5.1 O MODELO BRASILEIRO

O modelo adotado para a LIG no Brasil não se encaixa, exatamente, na classificação de modelos exibida no Capítulo anterior. Conforme o tipo de emissor autorizado (Art.2º) e a previsão de administração da Carteira de Ativos pelo emissor (que perdura até as situações previstas no Art.47), a proposta brasileira se enquadraria no Modelo 3. Como afirmado, o Modelo 3 requer, fundamentalmente, a garantia da segregação da Carteira de Ativos dos CBs dos demais ativos do emissor, seguindo o princípio de ring fencing. No caso da LIG, a regulamentação apoia-se, em duas Leis anteriores, a do Regime Fiduciário e a do Patrimônio de Afetação, que embora existam na legislação de outros países, com algumas diferenças, não são comumente usadas neste contexto.

Embora no modelo proposto aqui não haja a constituição de um Special Purpose Vehicle (SPV), a submissão da Carteira de Ativos ao Regime Fiduciário e à Afetação (Artigos 68, 69 e 70 da Lei 13.097/2015) para efeito da segregação, cria uma diferenciação em relação ao tradicional Modelo 3 e aproxima-o do Modelo 4, sendo, talvez, um modelo híbrido, como refletem SANTOS BARATA e NASARRE-AZNAR.

A diversificação dos modelos de CBs, com a introdução de tipos diferenciados ou mais complexos, tem, naturalmente, acompanhado a ampliação dos mercados desses títulos no mundo e não configura um impedimento para o desenvolvimento de novos mercados. Não obstante, modelos diversos aos já familiares tornam a compreensão dos riscos envolvidos mais difícil para o investidor. Segundo STÖCKER, o modelo brasileiro – baseado no Regime Fiduciário e na Afetação de Patrimônio – pode causar um certo estranhamento para o investidor estrangeiro, acostumado aos modelos de CBs usualmente encontrados em outros países, notadamente os europeus e, conseqüentemente, exigir um esforço maior de divulgação e de esclarecimento, sob pena de comprometer a demanda esperada ou um aumento do retorno exigido.

5.2 A SEGREGAÇÃO DA CARTEIRA DE ATIVOS

A questão central da garantia dos Covered Bonds está na sobrevivência da Carteira de Ativos (Cover Pool) em caso de falência do emissor. Essa qualidade o

distingue de outros créditos não garantidos. Para tanto, a legislação que suporta a segregação dos ativos do Cover Pool deve estar claramente estabelecida e ser acessível, de fácil compreensão para o investidor.

STÖCKER, SANTOS BARATA e NASARRE-AZNAR concordam que, em primeiro lugar, embora a segregação esteja expressa na Lei 13.097 (Artigos 66 § 1º, 68, 69, notadamente o 70, itens de I a IV e o 94), este princípio apoia-se em duas outras legislações – a do Regime Fiduciário e do Patrimônio de Afetação⁷⁰. É preciso garantir, portanto, que esses dois marcos legais, externos à regulamentação da LIG, sejam, de fato, capazes de sustentar a segregação.

Em segundo lugar, eles observam que a minuta da Resolução é pouco clara a respeito de como a Carteira de Ativos é criada e como se segrega do restante da massa de ativos do emissor. Assim, embora estabelecida na Lei 13.097/2015, essa questão fundamental não está suficientemente clara na Resolução:

- Os Artigos 68 e 70 da Lei 13.097, justamente aqueles que definem a segregação da Carteira de Ativos pela instituição do Regime Fiduciário e Patrimônio de Afetação, não estão mencionados na minuta da Resolução. Esta tampouco menciona o Art.94 da mesma Lei, importante no sentido de reafirmar a prevalência sobre a Medida Provisória 2158-35/2001 – aquela que estabelece a nulidade da afetação contra débitos de natureza fiscal, previdenciária e trabalhista – declarando a não aplicabilidade desta MP no caso da LIG e sua Carteira de Ativos.
- O Artigo 17, item XII, que se refere ao requisito do registro em depósito central autorizado pelo Banco Central, estabelece que este deve incluir informações sobre “a instituição do regime fiduciário sobre a Carteira de Ativos, nos termos da Lei nº 13.097”. Aqui encontra-se uma repetição do disposto na Lei, em seu Artigo 69, porém incompleta, já que a minuta da Resolução não faz menção à necessidade de registro da “constituição de patrimônio de afetação, integrado pela totalidade dos ativos da Carteira de Ativos submetida ao regime fiduciário” (item II do Art.69), nem da “afetação dos ativos que integram a Carteira de Ativos como garantia das LIG” (item III do mesmo Artigo).

As menções feitas na introdução da minuta da Resolução aos Artigos 66, 67, 79, 80, 84, 85, 89, 90 e 91 da Lei nº 13.097/2015, dizem respeito aos dispositivos desta Lei que serão por ela regulamentados. Isso explicaria a omissão, na Reso-

70 - Desde 2008 há registros de opiniões de que o marco regulatório existente já fornecia as bases para a segregação de portfólios, possibilitando a emissão de CBs no mercado brasileiro.

<http://www.globalcapital.com/article/yv8tp9xn39pp/covered-bonds-ready-to-meet-brazilian-needs>

lução, aos Artigos 68, 70 e 94, posto que estariam satisfatoriamente estabelecidos pela Lei. Não obstante, para o investidor somente a leitura da Resolução não esclarece sobre os princípios fundamentais da segregação da Carteira de Ativos, obrigando-o a recorrer à leitura da Lei 13.097/2015, que sequer é exclusiva sobre LIGs, versando sobre diversas questões.

Ademais, o princípio da segregação está suportado por referências a outras Leis, externas ao marco regulatório dos CBs. Outro aspecto que tende a não ser tão bem visto por investidores, mesmo os qualificados, conforme pontuam unanimemente NASARRE-AZNAR, SANTOS BARATA e STÖCKER.

A legislação sobre os CBs deve estar preferencialmente consolidada em peça única, na qual os princípios e aspectos fundamentais estejam claramente explicitados, como demonstram os exemplos a seguir:

- A versão revisada do PfandBG alemão (§ 30) introduziu a seção “Princípio da Segregação” e reforçou expressamente o conceito referindo-se aos Cover Assets como “ativos livres de insolvência”⁷¹;

- O Decreto-Lei nº 59/2006, português, que disciplina as Obrigações Hipotecárias, em seu Artigo 4º - “Afectação e segregação patrimonial”:

- 1- Para garantia das obrigações hipotecárias, são afectos os créditos hipotecários que lhes subjazem, incluindo o produto de juros e reembolsos, bem como os outros activos previstos no artigo 17º.

- 2- Os créditos hipotecários e outros activos afectos às obrigações hipotecárias, incluindo o produto dos respectivos juros e reembolsos, constituem património autónomo e não respondem por quaisquer dívidas da entidade emitente até ao pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das obrigações hipotecárias.

- 3) Os créditos hipotecários e outros activos que em cada momento integrem o património autónomo afecto às obrigações hipotecárias devem ser adequadamente registados em contas segregadas da entidade emitente e identificados sob forma codificada nos documentos da emissão.

E em seu Artigo 3º, intitulado “Privilégio Creditório”, estabelece:

- 1- Os titulares de obrigações hipotecárias gozam de privilégio creditório especial sobre os créditos hipotecários que lhe subjazem, bem como sobre os outros activos previstos no artigo 17.º, com precedência sobre quaisquer outros credores, para efeitos de reembolso do capital e recebimento dos juros correspondentes às obrigações hipotecárias.

- 2- As hipotecas que garantam os créditos referidos no número anterior prevalecem sobre quaisquer privilégios creditórios imobiliários.

71 - Insolvenzfreie Vermögen, vide Stöcker 2011, p.4.

A maneira como a regulamentação brasileira está construída não constitui impedimento, mas seria salutar que a Resolução pudesse retomar os dispositivos que estabelecem a natureza legal da Carteira de Ativos e sua segregação em relação aos demais ativos do emissor em caso de insolvência.

NASARRE-AZNAR observa que não devem ser deixadas brechas para disputas judiciais, notadamente sobre o Regime Fiduciário, frequente fonte de conflito legal em matéria de Direito Civil. Ele questiona se o Art. 20 §1 IV, em referência à Lei nº 4.591/1964, que estabelece o regime de afetação para edificações e incorporações imobiliárias, supera esta questão, no sentido de garantir plenamente o princípio de segregação do restante dos ativos do emissor. Ele conclui que esses regimes devem estar absolutamente pacificados na jurisprudência brasileira, a fim de não suscitar receios ao investidor, sobretudo o estrangeiro, tornando fundamental, portanto, enfatizar os pressupostos de garantia da segregação da Carteira de Ativos.

Nessa mesma linha de raciocínio, seria possível questionar a suficiência do Artigo 94 da Lei 13097/2015 no sentido de anular os efeitos da MP 2.158-35/2001, sustentando a segregação mesmo contra créditos privilegiados – fiscal, previdenciários e trabalhistas.

O risco de falha na segregação das LIGs dentro do balanço das instituições financeiras tende a ser reduzido, embora não completamente eliminado, quando considerado que o rito que regula a intervenção e liquidação dessas instituições emissoras é extra-judicial e conduzido pelo Banco Central. Ademais, as instituições financeiras, notadamente as privadas, em geral não têm uma proporção considerável de créditos privilegiados no seu passivo, reduzindo as chances de confronto do patrimônio de afetação aplicado à carteira lastro nas emissões de LIG com a MP 2.158-35/2001⁷². Por fim, a limitação das emissões em relação aos ativos totais da instituição emissora (Art.3º) constitui outro fator de mitigação desse risco.

SANTOS BARATA enfatiza o dispositivo da Lei portuguesa que estabelece de forma clara e expressa que os créditos hipotecários e outros ativos que a cada ocasião são incluídos no patrimônio autônomo designado às emissões de Obrigações Hipotecárias (CBs) devem estar registrados em contas separadas do emissor e identificados de forma codificada na documentação de emissão (vide Art. 4º item 3, transcrito acima).

72 - A autora agradece a Nei Zelmanovits por essas reflexões a respeito do provável tratamento da afetação de patrimônio no caso das LIGs e instituições financeiras. Permanece sendo da autora a inteira responsabilidade sobre a interpretação dada aqui.

Esta exigência parece estar analogamente cumprida pelo item X, do Artigo 40 da minuta da Resolução em análise, que estabelece a exigência de controle contábil específico sobre os ativos lastro das emissões de LIG, equivalendo, contabilmente, a uma segregação de contas, com reflexo no balanço do emissor. Este dispositivo é reforçado, ainda, pelo item XI, que requer a divulgação, “em notas explicativas às demonstrações financeiras, informações que evidenciem a situação da Carteira de Ativos e das LIGs por ela garantidas”. Este Artigo implica na diferenciação em relação às LCLs⁷³, dotando as LIGs de maior transparência e reforçando a segregação dos ativos que compõem sua Carteira de cobertura.

5.3 SEGURANÇA DAS LIGS - A DUPLA GARANTIA

A Lei 13.097/2015 estabelece em seu Artigo 87 que “uma vez liquidados integralmente os direitos dos investidores titulares de LIG e satisfeitos os encargos, custos e despesas relacionados ao exercício desses direitos, os ativos excedentes da Carteira de Ativos serão integrados à massa concursal”. Está, portanto, definido o destino do excedente, se houver, o que, sem dúvida, é importante por constituir quesito de disputa quando o marco regulatório não é claro. O Artigo 44 da minuta da Resolução libera do regime fiduciário os recursos financeiros provenientes dos ativos integrantes da Carteira de Ativos, “desde que observadas as condições de adimplemento das obrigações vencidas das LIGs por ela garantidas e de atendimento aos requisitos de elegibilidade, composição, suficiência, prazo e liquidez, relativos à Carteira de Ativos”.

Conforme discutido no item anterior, o marco regulatório da LIG alça os seus investidores (detentores das LIGs) a uma classe superior aos créditos privilegiados no que diz respeito à Carteira de Ativos segregada, impedindo que esta seja alcançada por qualquer outro compromisso da emissora, incluindo da massa falida. De volta ao Artigo 94 da Lei 13.097/2015, este deve ser suficiente para, em caráter excepcional, anular os efeitos da MP 2158-35/2001, não apenas sustentando a segregação da Carteira de Ativos mesmo contra créditos privilegiados (fiscal, previdenciários e trabalhistas) em caso de insolvência do emissor.

73 - No caso das LCLs, os controles que identificam os ativos vinculados às emissões são apenas internos, sem repercussão no COSIF.

Quanto ao recurso sobre a massa falida em caso de insuficiência da Carteira de Ativos para garantir um último recurso, visando o cumprimento das obrigações dos CBs perante os investidores, o Artigo 88 da mesma Lei é claro: “Em caso de insuficiência da Carteira de Ativos para a liquidação integral dos direitos dos investidores das LIGs por ela garantidas, esses terão direito de inscrever o crédito remanescente na massa concursal em igualdade de condições com os credores quirografários.” Garante assim o cumprimento pleno do dual recourse, estabelecendo, caso a Carteira de Ativos não seja suficiente para quitar todas as obrigações das LIGs, o direito dos investidores (LIG holders) de recorrerem ao restante dos ativos do emissor pari passu com demais credores. Ou seja, se ocorrer a insolvência também do Cover Pool, restaria o direito de habilitação junto à massa falida, mas nesse caso já sem qualquer privilégio, se igualando aos demais credores quirografários, após assegurados os direitos dos créditos privilegiados.

Outro ponto a respeito da prerrogativa deste último recurso por parte do investidor compreende a omissão da responsabilidade do Agente Fiduciário sob mandato para administrar a Carteira de Ativos, em caso de insolvência dessa Carteira, de engendrar esforços para inscrever o crédito remanescente junto à massa concursal. O Artigo 65 da minuta inclui apenas uma referência genérica sobre o dever do Agente em adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos investidores titulares da LIG (item VI). As seções e artigos que tratam da insolvência da Carteira de Ativos (Seção VII e, também, o Art. 58) tampouco estipulam essa atribuição. A regulamentação alemã prevê que tanto o liquidante do emissor quanto o administrador do Cover Pool têm mandato para acionar este último recurso, defendendo os interesses dos investidores de CBs junto à massa falida do emissor (§ 30 VI Pfandbrief Act). NASARRE-AZNAR conclui que este é um ponto por demais importante para a segurança das LIGs para estar ausente da Resolução.

5.4 O PROGRAMA DE EMISSÃO DE LIGS

O Artigo 14 da minuta da Resolução faculta às instituições autorizadas a emitir LIGs a estabelecer Programa de Emissão. Isso significa que as instituições podem efetuar emissões de séries, compostas por uma ou mais LIG, garantidas por uma mesma Carteira de Ativos.

Não obstante, como observado por NASARRE-AZNAR, em caso de insolvência da Carteira de Ativos, como estabelecer a preferência entre investidores de uma série em relação a outra(s), lastreada(s) em uma mesma carteira? O critério estabelecido seria “pari passu”, proporcional ao conjunto de investidores das diversas séries, ou seguiria um princípio cronológico – “prior in tempore”? Não há qualquer dispositivo na Lei 13.097/2017 ou na minuta da Resolução que regule essa questão. Omissões como esta dão margem à insegurança jurídica e podem conduzir à instabilidade. Seria indicado, portanto, inserir essa definição na Resolução ou requerer que ela faça parte das informações constantes no Termo do Programa de Emissão de LIG. A legislação brasileira permite que essa disposição seja feita contratualmente⁷⁴.

5.5 A COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DE ATIVOS

Segundo a regulamentação brasileira, a composição da Carteira de Ativos das LIGs é restrita a créditos imobiliários⁷⁵ à razão mínima de 80%, além de títulos de emissão do Tesouro Nacional, instrumentos derivativos⁷⁶, e mais as disponibilidades financeiras provenientes dos ativos integrantes da Carteira de Ativos. Como já mencionado, internacionalmente, é pressuposto que os CBs tenham seus Cover Pools compostos por ativos sólidos (Strong Assets). Créditos imobiliários, por possuírem lastro real em imóveis, desde que concedidos sob critérios rigorosos, satisfazem essa exigência e por este motivo compõem típica e tradicionalmente as carteiras de ativos dos Covered Bonds.

A Lei 13.097/2015 (Art.67 § 3º) prevê um patamar mínimo de 50%, o que deixa muito espaço para outros ativos, em desacordo com o perfil dos CBs europeus, fortemente ancorados em créditos amparados em garantias sólidas, em geral os hipotecários. A mudança, na Minuta da Resolução (Art. 25) para um requerimento mínimo 80% de créditos imobiliários na composição da Carteira é não apenas salutar, em termos de garantir qualidade e solidez para as LIGs, como vai ao encontro da necessidade de expandir o funding para o crédito imobiliário, conforme demonstrado no Capítulo 1.

No Brasil, notadamente após o advento da alienação fiduciária, o nível de inadimplência do crédito imobiliário tem se mantido baixo⁷⁷: 2,4% na carteira pessoa jurídica e 1,8% na carteira de financiamentos a pes-

74 - Agradecimentos, novamente, a Nei Zelmanovits.

75 - Regulamentados pelo Artigo 20, incluem financiamentos para aquisição, construção e produção de imóveis residenciais e não residenciais, além de empréstimos do tipo home equity, com garantia de imóveis residenciais (hipoteca ou alienação fiduciária).

76 - Desde que contratados por meio de contraparte central garantidora.

77 - Dados do banco Central para fevereiro de 2017, agregando estatísticas das carteiras de crédito a taxas reguladas e taxas livres.

soa física. Embora apresentando alta recente, principalmente na inadimplência de pessoas jurídicas, em relação ao início de 2014, quando os percentuais de inadimplência eram de 0,4% e 1,7% respectivamente, o nível ainda baixo, mesmo após os últimos anos de forte recessão econômica, demonstra a solidez das carteiras de crédito imobiliário⁷⁸. Ademais, a concessão de crédito imobiliário no Brasil é bastante conservadora – LTV médio em torno de 65%, prazo de financiamento médio de 133 meses e predominância do Sistema de Amortização Constante (SAC), em detrimento do Price (prestação constante)⁷⁹.

Não obstante, a regulamentação em análise define ainda certos parâmetros mínimos de qualidade dos créditos imobiliários que podem compor a Carteira de Ativos: limites relativos ao LTV (Art. 20, §2º) e de classificação de risco de crédito (Art. 20, §1º, Item V).

Os limites de LTV, fixados em 80% para operações relacionadas a imóveis residenciais e 60% para imóveis comerciais e também para o home equity, estão em linha com as legislações europeias de CB e com as diretrizes da EBA, discutidas no Capítulo anterior.

No caso da regulamentação brasileira, há, ainda, a imposição de limite relativo à classificação de risco da operação, que diz respeito à classificação feita pelas próprias instituições financeiras para efeito de provisionamento (como determina a Resolução 2682/1999): nota mínima A⁸⁰. A flexibilização desse limite para incluir créditos imobiliários classificados como B, que são créditos ainda considerados de boa qualidade e requerem apenas 1% de provisão, aumentaria a parcela utilizável das carteiras de crédito, ampliando o potencial de emissão da LIG. Dando sequência às estimativas feitas no Capítulo 3, item 3.1, a título de exercício, considerando apenas as instituições financeiras integrantes do SFH, a carteira imobiliária “aproveitável” do SBPE aumentaria de R\$357,1 bilhões para R\$434,6 bilhões, um acréscimo de mais de R\$77 bilhões, com maior impacto para os bancos públicos, que além de terem uma carteira significativamente maior que os privados, têm um percentual de créditos classificados como B também superior⁸¹. Importante pesar, contudo, se a inclusão desses créditos afetaria a percepção de solidez dos títulos, podendo resultar em encarecimento do custo de captação.

78 - A título de comparação, em nov/16 a inadimplência de outras modalidades de crédito pessoa física era: 15,3% cheque especial, 7,8% cartão de crédito, 4,7% veículos.

79 - Estatísticas de financiamento habitacional pessoa física. Banco Central e Abecip.

80 - As notas vão de AA a H (9 níveis) e definem percentuais de provisionamento que vão de 0% a 100%.

81 - Nos bancos públicos 16% de toda a carteira de crédito está classificada como B, enquanto que nos bancos privados apenas 6%. Como explicado no Capítulo 3, esses percentuais não são específicos da carteira de crédito imobiliário, por falta de divulgação dos dados.

Até o limite de 20%, a carteira pode ser composta por títulos do Tesouro Nacional e derivativos. Esses últimos, todavia, constituem ativos de maior risco intrínseco, que podem ser admitidos apenas para fins de hedge (como na legislação portuguesa, por exemplo, para riscos de liquidez, taxa de juros e câmbio), como está assinalado na minuta (Art. 53, item III). SANTOS BARATA e NASARRE-AZNAR sugerem que seja estipulado limite máximo para utilização de derivativos na composição da Carteira de Ativos, à semelhança de outras legislações e, ainda, a exigência de um rating mínimo para a contraparte do derivativo, de modo a assegurar, sempre, a qualidade do lastro.

5.6 OS LIMITES ESTABELECIDOS

O estabelecimento de limite de emissão em relação ao ativo total do emissor (Art.3º) é pouco usual nas legislações de Covered Bonds, presente apenas na Bélgica, Reino Unido, Itália e Romênia:

I - soma dos valores dos ativos que integram as Carteiras de Ativos não pode superar 10% (dez por cento) do ativo total da instituição emissora, apurados com base no Balancete Patrimonial Analítico Individual, na forma da regulamentação em vigor⁸².

NASARRE-AZNAR, SANTOS BARATA e STÖCKER observam que este tipo de limite compromete o potencial de emissão, especialmente em instituições de porte médio e pequeno, limitando o desenvolvimento do mercado desses títulos no Brasil.

Todavia, como demonstrado no item 1 do Capítulo 3, para as instituições financeiras integrantes do SBPE, no curto prazo, os tamanhos dos portfólios de crédito existentes e elegíveis (segundo os requisitos de classificação de risco e LTV) tendem a constituir os limitadores de emissão de LIG. A limitação em relação aos ativos totais do emissor, imposta pelo Artigo 3º, somente deve ocasionar o comprometimento do volume de emissões mais adiante, conforme o ritmo de expansão desse mercado.

NASARRE-AZNAR argumenta que é eficaz e suficiente impor requisitos rigorosos para a elegibilidade dos créditos que irão compor a Carteira de Ativos, tornando assim desnecessário o limite de emissão em relação aos ativos totais do emissor, a não ser que haja algum receio a respeito da efe-

82 - Exceção estabelecida pelo § 1º O limite de que trata o inciso I é de 30% (trinta por cento) do ativo total da instituição, no caso de emissões realizadas por companhias hipotecárias.

tividade da segregação dos créditos, ou, ainda, da solidez das instituições emissoras. A insegurança sobre a efetividade da segregação do Cover Pool em relação aos demais ativos do emissor em caso de insolvência e possíveis disputas judiciais sobre a massa falida envolvendo, por exemplo, créditos privilegiados, pode justificar essa precaução excessiva.

STÖCKER lembra que como as agências de rating frequentemente revisam suas metodologias e fazem ajustes, o que por vezes demanda o complemento de ativos para manter o rating de uma emissão, na prática, o volume potencial de emissões tende a situar-se sempre abaixo dos limites regulamentares estabelecidos. Ele recomenda que, alternativamente, o limite sobre os ativos seja mantido, porém, referenciado não na soma dos valores dos ativos que integram o Cover Pool, mas na soma das LIGs. Ou seja, o limite de 10% sobre os ativos totais da instituição emissora passa a valer para a soma dos saldos devedores das LIGs emitidas. Dessa forma, o impacto de redução do potencial de emissão seria suavizado, sem prejuízo da coerência, já que o tamanho da dívida assumida pela instituição com esses títulos segregados em relação aos ativos totais estaria mantido sob o limite percentual estipulado.

O limite mínimo de prazo médio ponderado (Art. 7) de 24 meses é uma regra considerada de pouca eficácia por STÖCKER, em função de poder refletir diferentes composições de prazos de ativos no pool.

Outro limite estipulado diz respeito à exigência de considerar inelegíveis e de, portanto, desprezar, os créditos imobiliários que apresentarem atraso igual ou superior a 30 dias (Art.24, § único, Item 1). Essa exigência é, na opinião de STÖCKER exagerada, tanto considerando a regulamentação de CBs comumente encontrada, quanto o padrão internacional que, em geral, considera inadimplentes os créditos imobiliários com atraso superior a 90 dias. O maior rigor da minuta da Resolução brasileira traz implicações para um uso otimizado das carteiras de crédito para a emissão de LIGs, já que exigiria maior folga e, portanto, menor utilização da carteira, de modo a suportar um maior nível de substituição de ativos do Cover Pool. Ainda segundo STÖCKER, esse dispositivo mais restritivo pode até atrapalhar a avaliação de desempenho da Carteira de Ativos, já que atrasos de apenas 30 dias, tecnicamente, não configuraram inadimplência, tornando fundamental a divulgação da efetiva

inadimplência. NASARRE-AZNAR pondera que essa exigência, embora de fato mais rigorosa do que as demais legislações comumente encontradas, adiciona qualidade à carteira de ativos das LIGs, pois demanda a substituição do crédito diante do menor sinal de que possa vir a tornar-se inadimplente. Embora, sem dúvida, isso reduza o potencial de emissão, reforça a percepção de solidez da LIG o que pode ser importante para atrair o investidor, sobretudo o estrangeiro, especialmente nesta fase de entrada dos CBs brasileiros no mercado.

Uma solução interessante pode ser a de demarcar este limite em 60 dias, em linha com a Resolução 2682/1999, que dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa, notadamente o seu Artigo 9º que impõe restrições para atraso igual ou superior a 60 dias no pagamento de parcela principal e encargos. O limite de 60 dias contribui para uma maior percepção de qualidade e solidez, em função de ser mais restritivo que o comumente encontrado de 90 dias, ao tempo em que flexibiliza a restrição inicialmente proposta de 30 dias, de fato muito rigorosa, quando considerada, inclusive, a prática do crédito imobiliário.

5.7 SOBRECOTERIALIZAÇÃO

Uma das preocupações relativas à suficiência da Carteira de Ativos diz respeito aos demais “credores” para além dos investidores (CB holders), devendo a sobrecolateralização estipulada ser suficiente para arcar com esses compromissos extras, como, por exemplo, com o Agente Fiduciário.

O percentual de sobrecolateralização varia bastante, alcançando 25% na Espanha. A Lei 13.097/2015, em seu Art.67 §2, estabelece uma sobrecolateralização mínima de 5%, confirmada pela minuta da Resolução, no Art.28, item I. O Relatório do Scope Ratings (2017) pondera que a elevação do percentual de sobrecolateralização ou a imposição de um percentual único para todos (one-size-fits-all, no âmbito do processo de harmonização europeu) apenas cria uma falsa sensação de segurança. O nível de proteção deve resultar da combinação e da interação entre os diversos riscos (de crédito, de mercado residual e de descasamento entre ativo e passivo) e uma recomendação possível, segundo a Scope, seria responsabilizar a entidade supervisora pelo estabelecimen-

to e publicação do nível de sobrecolateralização exigido em cada caso, sempre suficiente para permitir ao Cover Pool resistir a níveis predefinidos de estresse.

5.8 REGISTRO

A Resolução em minuta prevê o registro administrativo da LIG e dos créditos que compõem a Carteira de Ativos em depositório central autorizado pelo Banco Central do Brasil (Art.17), especificando as informações constantes do registro sem fazer acréscimos aos 15 itens já definidos pelo Artigo 64 da Lei 13.097/2015.

SANTOS BARATA destaca o item 4 do Artigo 4º do Decreto 59/2006 de Portugal que requer que o registro inclua, além das informações específicas sobre o crédito, a identificação do cartório e do respectivo registro da hipoteca:

4 - Do registo referido no número anterior devem constar, em relação a cada crédito, designadamente, as seguintes indicações:

a) Montante ainda em dívida;

b) Taxa de juro;

c) Prazo de amortização;

d) Cartório notarial onde foi celebrada a respectiva escritura de hipoteca, quando aplicável;

e) Referências relativas à inscrição definitiva das hipotecas na conservatória do registo predial.

Este nível de detalhamento não está exigido na regulamentação brasileira, mas fará sentido a sua inclusão, segundo o especialista. NASARRE-AZNAR questiona sobre a forma de instituição e registro do regime fiduciário, notadamente importante para os casos previstos no Artigo 47 (insolvência do emissor).

5.9 O AGENTE FIDUCIÁRIO

A regulamentação das LIGs prevê a constituição de um Agente Fiduciário (AF) com 2 papéis distintos: o de monitor (Cover Monitor) da Carteira de Ativos, durante a administração da carteira pelo emissor (Art. 63) e o de Administrador (Cover Administrator) dessa mesma carteira (Art. 65) a partir da ocorrência dos casos previstos no Artigo 47 (insolvência do emissor). Prevê, ainda, nesse caso, a contratação de auditor independente pelo Agente Fiduciário, a fim de elaborar, como resultado do trabalho de auditoria periódica da Carteira de Ativos, relatórios de auditoria, de descumprimento de dispositivos legais e regulamentares que possam ter reflexos relevantes, além de outros que podem ser solicitados pelo Banco Central (Art. 48).

A instituição de um AF para monitorar a Carteira de Ativos e a abrangência de sua monitoria (Art.63), mais ampla do que a estabelecida em muitas regulamentações europeias é um ponto forte da Resolução brasileira como observam SANTOS BARATA e NASARRE-AZNAR. Não obstante, suscita algumas considerações.

A primeira diz respeito a possíveis conflitos de interesse, discutidos por SANTOS BARATA e NASARRE-AZNAR. Embora o Art.60 vede o exercício da atividade de Agente Fiduciário por entidade ligada à instituição emissora e estabeleça a caracterização dessa ligação, isso não impede o surgimento desses conflitos, já que instituições emissoras de LIGs podem se qualificar para atuar como AF (Art.59). Isso significa que uma instituição emissora de LIG, no papel de AF, teria que defender os interesses dos investidores. Ademais, caso assuma a administração em lugar do emissor, passa a ficar investido de poderes “para ajuizar ou defender os investidores titulares de LIG em ações judiciais, administrativas ou arbitrais relacionadas à Carteira de Ativos (Lei 13.097, Art.84 §1º).

Na mesma linha, embora o Art. 50 preveja a segregação das atividades quando o AF assumir a administração da carteira em lugar do emissor, isso tampouco assegura a inexistência de conflitos de interesse. Ainda no Art.50, o §2º estabelece apenas de forma genérica que “conflitos de interesse na administração da Carteira de Ativos, aparentes ou potenciais, devem ser identificados, mitigados e eliminados”.

Há, ainda, outra questão, relativa ao duplo papel. O papel de monitor em outras legislações é, em geral, exercido por um auditor externo (com algumas variações: na Alemanha por um Treuhänder, uma pessoa de designada, dotada de idoneidade absoluta). No caso brasileiro, em caso de insolvência do emissor, o monitor passa a assumir a administração da Carteira, o que pode suscitar alguma insegurança relativa à sua competência ao longo do período de monitoramento, notadamente se houver atrasos nos pagamentos e suspeita de insolvência da própria Carteira de Ativos. NASARRE-AZNAR e SANTOS BARATA comentam que, se por um lado manter o mesmo agente pode facilitar a transição da Carteira em caso de insolvência do emissor, por outro, pode gerar conflitos como os debatidos aqui e sugerem que essas funções poderiam ser exercidas por instituições distintas.

STÖCKER ressalta que as funções de monitoria e gestão da Carteira de Ativos são bem distintas, exigindo estrutura, expertise e remuneração também distintas⁸³. Ele considera, ainda, que a Resolução deveria ser mais clara a respeito de sobre quem recai o pagamento do AF em cada caso (Arts. 53, 64 e 66) e sobre as condições para contratação de terceiros – se/quando necessário (Arts. 48 e 49). O investidor precisa estar seguro sobre a cobertura dessa remuneração, notadamente quando ela decorre da Carteira de Ativos, (Arts. 27 e 28). É preciso, ainda, no Artigo 65, §2, definir de quem é a responsabilidade sobre o pagamento dos recursos tecnológicos, humanos e operacionais da instituição emissora, possivelmente utilizados pelo Agente Fiduciário, já na qualidade de Administrador da Carteira, finaliza STÖCKER.

De volta às considerações sobre o exercício da função de administrador da carteira, segundo NASARRE-AZNAR, o Art.58 da minuta da Resolução deveria explicitar, em seu § 3º – que faculta ao agente fiduciário adotar todas as medidas necessárias com relação aos ativos da Carteira de Ativos para a satisfação das obrigações vinculadas às LIGs por ela garantidas – que o AF está autorizado a executar os contratos de crédito inadimplentes que põem em risco o desempenho da Carteira. Alternativamente, esta provisão pode ser incluída (ou reforçada) no Artigo 65 da Resolução, que lista as atribuições do AF como administrador.

83 - O Art.61 da minuta da Resolução diz apenas que a remuneração “pode” ser distinta conforme a função desempenhada.

Os poderes que adquire o Agente Fiduciário quando assume a administração da carteira – para ceder, alienar, renegociar, transferir ou de qualquer outra forma dispor dos ativos da Carteira de Ativos (Art.84, § 1º Lei 13.097/2015) – suscita duas questões. A primeira, relativa a imposição de penalidades, em casos de infração, estabelecida pelo Artigo 81 da Lei 13.097/2015, ancorada em outras leis (“legislação aplicável às instituições financeiras”⁸⁴) poderia estar também mencionada na Resolução, sempre no sentido de consolidar as questões relevantes em uma única peça. A segunda questão, ponderada por NASARRE-AZNAR, diz respeito à sustentação da segregação da Carteira de Ativos também em relação aos demais ativos do Agente Fiduciário, na qualidade de administrador, de modo a situar-se absolutamente fora do alcance dos seus credores.

Por fim, a designação do Agente Fiduciário é atribuição da instituição emissora (Lei 13.097, em seu Art.78). Embora este seja o caso de outras legislações, a portuguesa por exemplo, tanto SANTOS BARATA, quanto NASARRE-AZNAR e STÖCKER concordam que, considerando que o AF monitora o emissor ele deveria ser ao menos submetido à aprovação pelo Banco Central.

5.10 SUPERVISÃO

Nos exemplos internacionais são encontrados diferentes níveis de supervisão pela entidade supervisora, em geral, bancos centrais. Na minuta da Resolução, as funções de supervisão do Banco Central aparecem de forma dispersa: autorizar o depositário centralizado (Art. 15); suspender e autorizar novas emissões de LIG (Art. 39); determinar o reforço ou substituição de ativos na Carteira (Art. 43); reconhecer o estado de insolvência do emissor (Art. 47); acompanhar a prestação de informações obrigatórias ao depositário central e órgãos de supervisão (Art.63); manter, conforme informado pelo AF, o cadastro de profissionais responsáveis pela representação dos investidores titulares das LIGs, pela administração da Carteira de Ativos e pela política de gestão de riscos e de controles internos da instituição (Art.65); convocar a assembleia geral de investidores (Art.71); exigir informações adicionais das instituições emissoras (Art.74); determinar nova divulgação de informações pelo emissor (Art.76). Além de dificultar a compreensão do escopo da

84 - Leis 4595/1964 e Lei 7492/1986.

supervisão do Banco Central, a minuta da Resolução não estabelece a extensão dessa supervisão sobre as emissões. É salutar consolidar o papel do supervisor em Artigo único.

Tampouco está claro se o Banco Central terá um departamento específico, especializado para realizar essa supervisão, em geral considerado um reforço importante.

5.11 PLANO DE TRANSIÇÃO

A regulamentação proposta traz, em seu Artigo 46, o componente salutar do Plano de Transição da Administração da Carteira de Ativos, uma inovação ainda em discussão em outros países. Este Plano é importante por reduzir as incertezas em casos de crise e permitir uma maior agilidade nas providências, evitando solução de continuidade.

STÖCKER sugere detalhar melhor o item I, que versa sobre mecanismos de governança e procedimentos a serem adotados, e, ainda, estabelecer a necessidade de crivo de aprovação do Plano pelo Banco Central.

5.12 TRANSPARÊNCIA

A transparência desses títulos abrange tanto o relacionamento entre o emissor, o monitor e o supervisor, quanto a abertura de informações para os investidores.

O monitoramento abrangente, já debatido no item sobre o Agente Fiduciário, é um ponto forte da regulamentação no que diz respeito à salvaguarda dos interesses dos investidores e transparência da LIG. Ademais, o Artigo 74 estabelece a obrigação da preparação de relatórios trimestrais, para cada LIG ou Programa, pelo emissor, de modo a evidenciar a situação da Carteira de Ativos e das LIGs por ela garantidas: avaliação dos riscos, verificação do atendimento dos requisitos de elegibilidade e do cumprimento das condições contratuais. Além disso o emissor é obrigado a divulgar ato ou fato relevante que possa ter impacto significativo na Carteira de Ativos ou LIGs. Em caso de insolvência, um auditor independente audita a Carteira de Ativos e publica relatórios periódicos (Art.48). Não há, portanto, ressalvas neste quesito.

5.13 ASPECTOS AMBÍGUOS

A exigência estabelecida pelo Artigo 21 de verificação periódica anual do cumprimento do requisito do Artigo 20 §2º – LTV máximo admitido, indistintamente, inclusive, para a natureza do imóvel, residencial ou comercial – é outro ponto forte da regulamentação. Todavia, a permissão dada por este mesmo Artigo (§ único) de utilizar metodologia “própria” deixa margem para dúvidas e permite diferenças entre emissores/emissões. STÖCKER avalia que seria preferível substituir, no item II “critérios, premissas e procedimentos consistentes, documentados e passíveis de verificação” por “ metodologia aprovada pelo Banco Central”. Há legislações, a exemplo da portuguesa (decreto Lei 59/2006, Art.23), que atribuem ao Banco de Portugal a responsabilidade por definir os métodos de avaliação dos créditos hipotecários e dos derivativos, bem como a periodicidade da sua avaliação, além do conteúdo e forma de divulgação.

Quanto mais transparência na estrutura legal, clareza com relação a procedimentos e exigências e padronização entre as emissões, maior o interesse dos investidores que são, em geral, avessos ao trabalho de familiarização com novos produtos de investimento e, sobretudo, a diferenças e peculiaridades possivelmente existentes entre emissões distintas de uma mesma classe de títulos. Quanto mais transparência e segurança, proporcionalmente menor a rentabilidade exigida pelos investidores, favorecendo os custos de captação.

Ainda nesse sentido, STÖCKER pondera que seria interessante reforçar, no Capítulo IV (Art. 11) que trata do estabelecimento do Regime Especial de Amortização, na prática uma soft bullet, que este Regime, embora deva ser previsto de antemão, só se aplica nas situações previstas no Artigo 47: intervenção, liquidação extrajudicial ou falência do emissor, ou, ainda reconhecimento de insolvência. A limitação a 1 adiamento (Art.12, §2) é salutar e deve ser mantida.

5.14 REFERÊNCIAS CRUZADAS E OUTRAS QUESTÕES

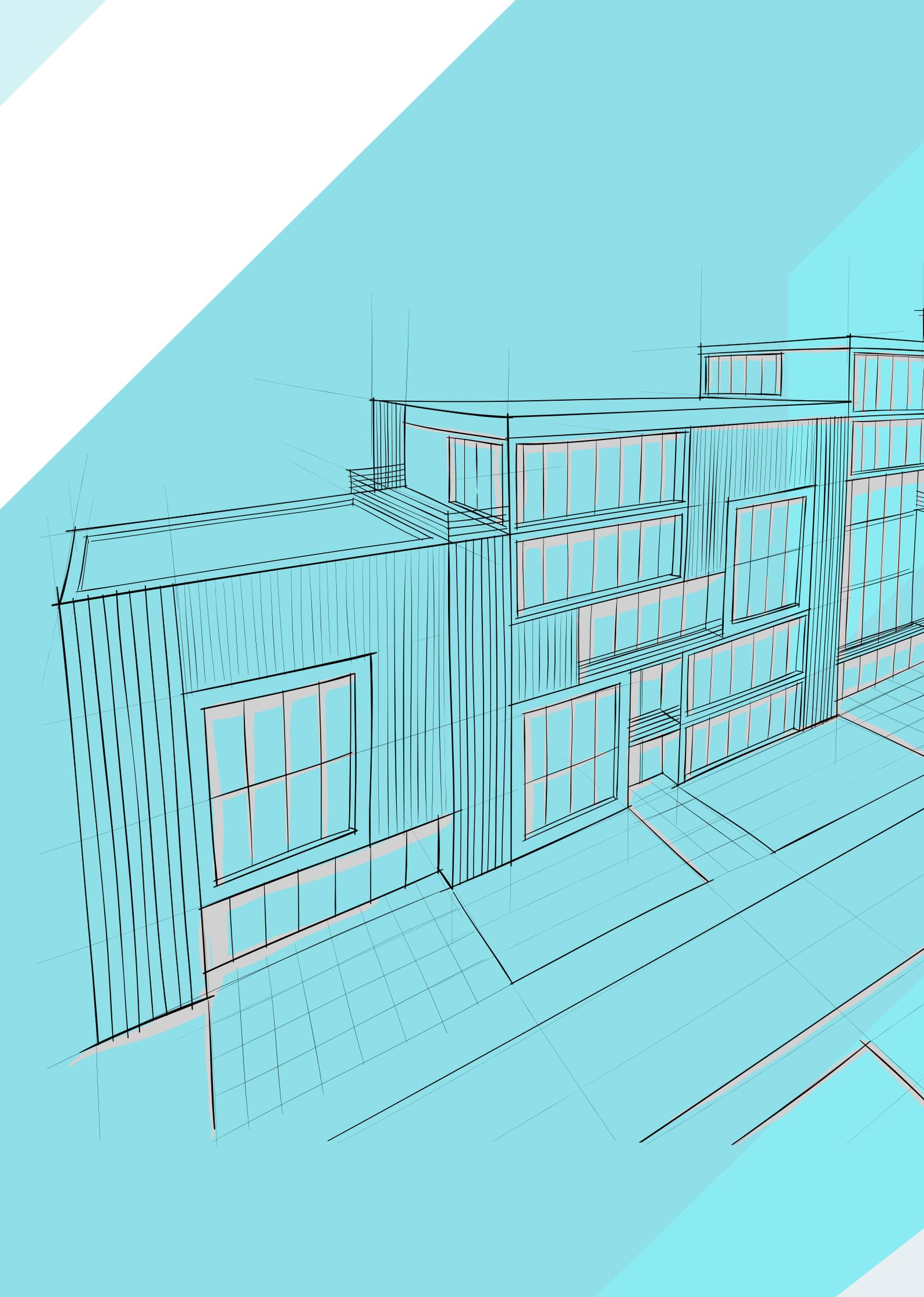
SANTOS BARATA considera a Resolução proposta densa, com referências cruzadas para outras leis, o que dificulta a sua imediata apreensão. A revisão do formato, para dotar a Resolução de maior clareza, notadamente nos seus aspectos fundamentais, é recomendada. Comenta SANTOS BARATA ainda, que a proteção à denominação que aparece na lei portuguesa e visa impedir o uso da mesma nomenclatura por outros instrumentos financeiros, porém não sujeitos estritamente ao marco regulatório específico, não aparece na Lei 13.097/2015 ou na minuta da Resolução.

Por fim, SANTOS BARATA e NASARRE-AZNAR recomendam que, quando da revisão da Lei, seria importante observar as questões aqui pontuadas de modo a garantir que os aspectos fundamentais estejam nela garantidos, de modo a evitar qualquer vulnerabilidade que possa refletir na solidez da LIG. No momento seria necessário e salutar reforçar a Resolução nos aspectos aqui indicados, consolidando assim, nessa única peça, a essência da LIG.

Como afirma STÖCKER⁸⁵:

“Não existe uma regulamentação de Covered Bonds perfeita, mas é fundamental que se consiga regulamentar as questões importantes, de modo suficientemente detalhado e de fácil compreensão”.

85 - Em reunião por telefone, em 10.04.2017.





6. RECOMENDAÇÕES SOBRE A REGULAMENTAÇÃO DA LIG

6. RECOMENDAÇÕES PARA A REGULAMENTAÇÃO DAS LIGS

A regulamentação consubstanciada na Lei 13.097/2015 e na atual Resolução proposta foi construída de maneira sólida, bem estruturada, endereçando a maior parte dos requisitos eleitos como melhores práticas pela EBA, requisitos esses que vêm sendo discutidos e recomendados no âmbito dos esforços de harmonização desse instrumento na Europa. Fica ressaltado aqui o mérito do regulador em elaborar uma regulamentação que busca estar à altura do desafio de implantar um mercado de Covered Bonds no Brasil.

Não obstante, há recomendações a serem feitas acerca da Resolução proposta em minuta, que conforme debatido no Capítulo anterior, incluem as análises de STÖCKER, SANTOS BARATA e NASARRE-AZNAR.

De modo geral é importante trazer para a Resolução, mesmo em repetição à Lei, os dispositivos que disciplinam a natureza legal da Carteira de Ativos e estabelecem os mecanismos de sua segregação em relação aos demais ativos do emissor em caso de insolvência, consolidando e facilitando a apreensão completa da regulamentação das LIGs, notadamente nos quesitos fundamentais. Para tanto, pode ser criado um Artigo exclusivo, a exemplo do Artigo 4º da lei portuguesa, intitulado “afetação e segregação patrimonial”.

As recomendações específicas estão sintetizadas a seguir, por ordem crescente de numeração dos artigos:

- Mudar, no Artigo 3º o limite de emissão em relação aos ativos totais imposto sobre a soma dos valores dos ativos que integram as Carteiras de Ativos para a soma dos saldos devedores das LIGs emitidas;
- Rever o requerimento de limite mínimo de prazo médio ponderado, previsto pelo Artigo 7º;
- Reforçar, no Artigo 11, que trata do estabelecimento do Regime Especial de Amortização, na prática uma soft bullet, que

este Regime, embora deva ser previsto de antemão, “só” pode ser aplicado nas situações previstas no Artigo 47;

- Inserir, no Artigo 14, sobre o requisito de registro dos créditos imobiliários que compõem a Carteira de Ativos, a identificação do registro em cartório, seguindo o modelo do Artigo 4º do Decreto 59/2006 português;
- Adicionar, no Artigo 15, a exigência de que o Termo de Emissão de LIG preveja o critério de atendimento a investidores de diferentes séries (pari passu), lastreadas em uma mesma Carteira de Ativos, em caso de insolvência dessa Carteira;
- Avaliar, no Artigo 20, item V, a mudança do requisito de nota mínima de classificação de risco para os créditos que integram a Carteira de “A” para “B”, no intuito de ampliar o potencial de emissão sem prejuízo da qualidade da Carteira;
- Substituir, no Artigo 21, § único, item II os “critérios, premissas e procedimentos consistentes, documentados e passíveis de verificação” por “metodologia aprovada pelo Banco Central”, para fins de verificação periódica anual do cumprimento dos limites de LTV (Art.20);
- Estipular, no Artigo 23, a exigência de um rating mínimo para a contraparte do derivativo, de modo a assegurar, sempre, a qualidade do lastro;
- Inserir, no Artigo 25, limite máximo, inferior a 20%, para os derivativos na composição da Carteira de Ativos;
- Alterar, no Artigo 24, § único, Item 1, de 30 dias para 60 dias, o requisito de elegibilidade que exige que sejam desconsiderados os créditos imobiliários que apresentem atraso;
- Detalhar no Plano de Transição, Artigo 46, Inciso I, “os mecanismos de governança e procedimentos a serem adotados para assegurar a continuidade de atividades, operações e serviços relacionados à administração da Carteira de Ativos”;

- Identificar, no Artigo 50, situações de conflito de interesse do Agente Fiduciário que atue também como instituição financeira emissora de LIG e estabelecer medidas de prevenção e mitigação desses conflitos;

- Deixar expresso, nos Artigos 53, 64 e 66, sobre quem recai a responsabilidade pelo pagamento ao Agente Fiduciário, em diferentes funções; sobre as condições para contratação de terceiros, nos Artigos 48 e 49; e, por fim, a quem é atribuída a responsabilidade pelo pagamento dos recursos tecnológicos, humanos e operacionais da instituição emissora, possivelmente utilizados pelo Agente Fiduciário, já na qualidade de Administrador da Carteira (Artigo 65, §2);

- Estabelecer, expressamente, a responsabilidade do Agente Fiduciário sob mandato para administrar a Carteira de Ativos, em caso de insolvência dessa Carteira, de engendrar esforços para inscrever o crédito remanescente junto à massa concursal, complementando o Artigo 65 e, ainda nele ou no Artigo 58 § 3º, que o Agente Fiduciário está autorizado a executar os contratos de crédito inadimplentes que põem em risco o desempenho da Carteira;

- Incluir na Resolução a previsão de aprovação pelo Banco Central da indicação do Agente Fiduciário pelo emissor (Art.78 da Lei 13.097/2015).

Dentre as recomendações, estão evidenciados a seguir os quesitos específicos que devem ser mantidos na Resolução:

- A limitação a 1 adiamento no âmbito do Regime Especial de Amortização, Artigo 12, §2º;

- Os requerimentos de LTV estabelecidos no Artigo 20, § 2º, em linha com as diretrizes estabelecidas pela EBA;

- A exigência de verificação periódica anual do cumprimento do requisito do Artigo 20 §2º – LTV máximo admitido, indistintamente, inclusive, para a natureza do imóvel, residencial ou comercial, Artigo 21;

- O limite mínimo de 80% de créditos imobiliários na composição da Carteira de Ativos, Artigo 25;
- A exigência de elaboração de Plano de Transição, Artigo 46;
- A abrangência do papel do Monitor, conforme o Artigo 63;
- A previsão de relatórios trimestrais para cada LIG ou Programa, preparados pelo emissor, contendo informações relevantes e suficientes para evidenciar a situação da Carteira de Ativos e das LIGs por ela garantidas, como estipula o Artigo 74;

É recomendado, ainda, verificar a possibilidade de:

- estabelecer que o Agente Fiduciário que atua como monitor durante a administração da Carteira de Ativos pela instituição emissora, não poderá ser o mesmo a atuar como Administrador dessa Carteira, em caso de insolvência do emissor;
- garantir expressamente a segregação da Carteira de Ativos sob administração do Agente Fiduciário, do patrimônio deste, tornando-a inalcançável a seus credores;
- consolidar as atribuições do Supervisor em Artigo único na Resolução, e estabelecer expressamente a extensão de sua supervisão sobre as emissões;
- constar, também na Resolução, a previsão de penalidade em caso de infração cometida pelo Agente Fiduciário, conforme estabelecido pelo Artigo 81 da Lei 13.097, sempre no sentido de consolidar os dispositivos relevantes em peça única.

Por fim, é salutar aprimorar a clareza da Resolução de modo a facilitar a apreensão do modelo, notadamente em seus aspectos fundamentais de garantia e segregação da Carteira de Ativos. É altamente recomendado reforçar os dispositivos sempre que houver possibilidades de brechas para evitar a judicialização, que gera insegurança para o instrumento. E, compreender que a regulamentação define trade-offs entre o potencial de emissão e a qualidade dessa emissão e que, nesse sentido, deve ser reavaliada continuamente.

Este estudo partiu do pressuposto de que a introdução da LIG tem como objetivo contribuir para a expansão do crédito imobiliário. Por este motivo, a abordagem aqui realizada não se restringiu à análise crítica da minuta da Resolução, acima sintetizada, mas buscou analisar limites e potencialidades para que a LIG cumpra efetivamente este papel.

Nesse sentido, a análise das diversas fontes que compõem o SFH e o SFI e a avaliação de suas dinâmicas de interação surgiu como necessário ponto de partida. As análises aqui tecidas demonstraram que as fontes existentes no âmbito do SFI – CRIs e LCIs – não foram, até o momento e por motivos distintos, capazes de contribuir significativamente para a expansão da oferta de crédito imobiliário. O estágio de desenvolvimento do mercado secundário no Brasil e a soberania dos títulos públicos ainda remunerados a taxas reais de juros elevadas, tem comprometido o desenvolvimento do mercado de CRIs ao longo dos 20 anos desde a sua regulamentação. Já as LCIs, em função, especialmente, do curto prazo, além do elevado custo de captação, têm se revelado inadequadas para lastrear créditos imobiliários, de longo prazo. Há pouca probabilidade, portanto, especialmente no caso das LCIs, que esses instrumentos venham a oferecer significativa contribuição.

Nesse contexto, a LIG surge como renovada oportunidade. A partir das análises aqui desenvolvidas e do desempenho dos similares CBs no mercado europeu, é razoável supor que a LIG apresenta potencial para constituir instrumento que viabilize efetivamente a captação de funding em volume significativo e com características adequadas para ampliar a oferta de financiamento imobiliário no país para além dos limites estabelecidos pelos SFH.

As fontes do SFH – SBPE e FGTS – são, até o momento, as únicas em operação que oferecem, concretamente, potencial significativo de captação (em torno de R\$ 1 trilhão) e, ainda, o fazem a um custo regulado, característica que permite a concessão de crédito a taxas mais acessíveis, promovendo a expansão da oferta ao ampliar a demanda solvente. Simulações realizadas indicam que o efeito juros é mais forte que o prazo e o sistema de amortização, na determinação da acessibilidade ao crédito habitacional. Ou seja, a viabilização de taxas de juros em patamares mais baixos, propiciada pelo crédito direcionado no âmbito do SFH, é fundamental para a sustentação e ampliação do acesso ao cré-

dito. Portanto, qualquer flexibilização na regulação das taxas de juros no crédito habitacional direcionado tende a comprometer significativamente o acesso ao crédito, com forte impacto no mercado residencial.

Se o crédito a taxas reguladas é fundamental para a acessibilidade do financiamento habitacional, a rubrica de crédito imobiliário a taxas livres, presente na regulamentação do crédito direcionado SBPE desde 1997, pode ser revista a partir da introdução da LIG, em linha com a previsão da Agenda Mais de incluir a revisão do crédito direcionado. O desenvolvimento de nova fonte de mercado, com um promissor potencial, assinala a pertinência de migrar essa rubrica para fora do circuito direcionado, permitindo finalmente seu pleno funcionamento em condições típicas de mercado, favorecendo inclusive a criação de um portfolio de crédito mais afeito à securitização, desvinculado da TR. Ademais, conforme analisado no Capítulo 2, a manutenção dessa carteira no âmbito do crédito direcionado gera uma série de distorções, incluso a ineficiência no uso de recursos subsidiados e o comprometimento do desenvolvimento de funding via SFI.

Portanto, a fim de incentivar o desenvolvimento do mercado de LIG e seu efetivo uso para a expansão do crédito imobiliário, e, ao mesmo tempo, otimizar o circuito direcionado, recomenda-se aqui o aprimoramento da focalização da exigibilidade regulamentar no âmbito do SBPE, por meio da retirada da rubrica “crédito imobiliário a taxa de mercado” (item b, do Inciso I do Artigo 1º da Resolução 3932/2010).

Com esta alteração na atual regra do direcionamento, o esperado é que essa demanda seja atendida pelas novas captações a partir das emissões de LIG, provendo lastro adequado à oferta de novo crédito imobiliário. A implantação dessa mudança requer, todavia, estudos que estão fora do escopo deste trabalho, tanto no sentido de estabelecer a sistemática da mudança do crédito imobiliário a taxas livres para os mecanismos de mercado, que pode ser estabelecida de forma gradual, se assim indicado, quanto no sentido de redirecionar os percentuais de exigibilidade hoje dedicados à esta rubrica.

As estimativas de emissão potencial de LIG, realizadas no Capítulo 3, de cerca de R\$ 360 bilhões – podendo sofrer algum acréscimo a depender da composição das Carteiras com títulos públicos e derivativos, e, por outra,

alguma redução em função de limites e requisitos impostos pela regulamentação – indicam, a princípio, que a captação via LIGs é capaz de suprir a demanda de crédito dessa rubrica cuja carteira no âmbito do SBPE totaliza R\$148 bi (dez/2016). Importante enfatizar que essa estimativa considerou apenas o universo de agentes financeiros integrantes do SBPE.

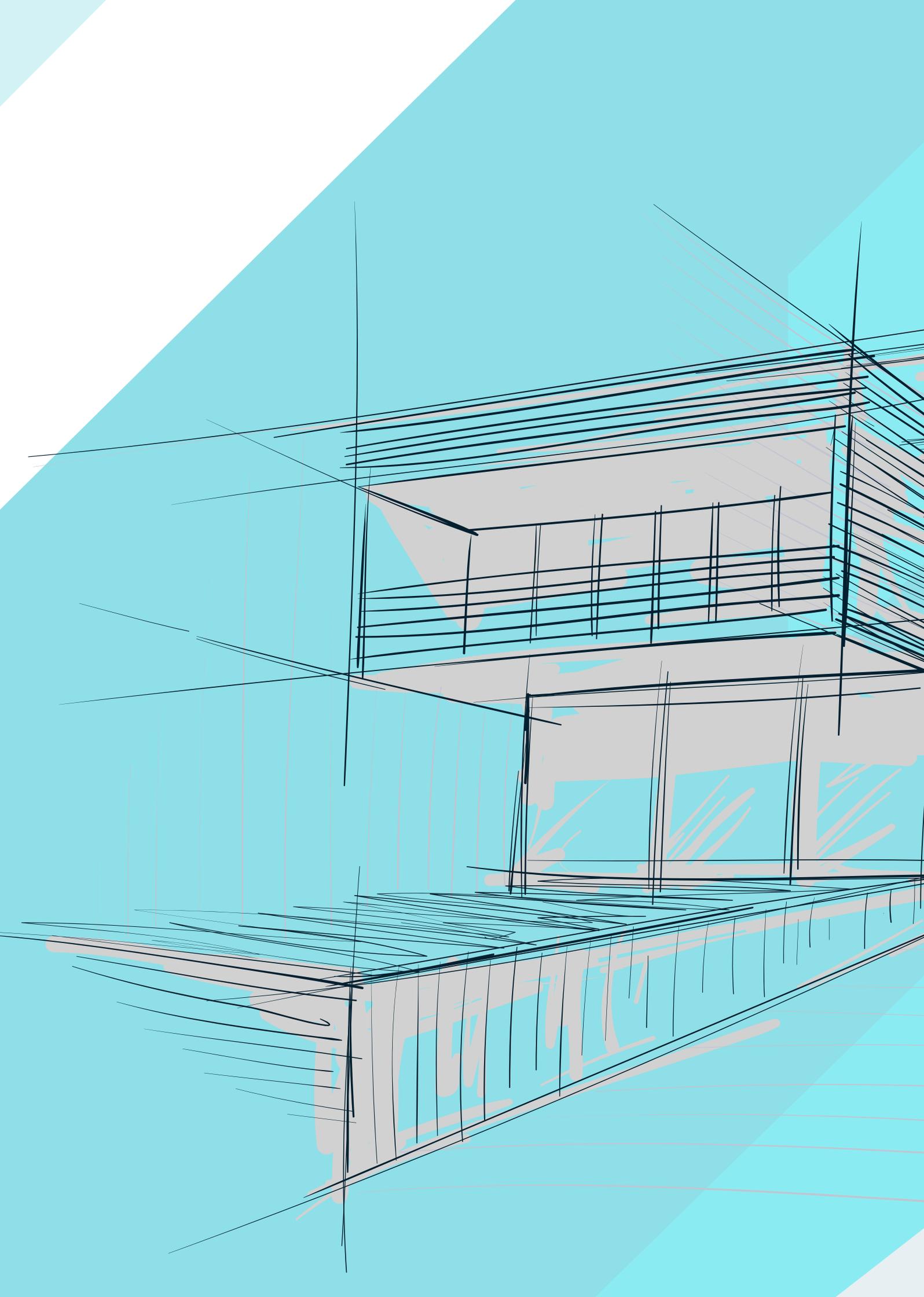
Não obstante, o potencial de emissão de LIGs pode sofrer concorrência das LCIs na disputa pelas carteiras imobiliárias, lastro das emissões em ambos os casos, e ainda, concorrer com esses títulos também na atração a investidores, a despeito do incremento da garantia em relação às LCIs. Como discutido no Capítulo 3, as vantagens oferecidas pelas LCIs, notadamente para os investidores nacionais, podem ser contrabalançadas por mudanças nas atuais regras de tributação desses instrumentos – extinção da isenção fiscal para pessoa física e/ou revisão das alíquotas de pessoa jurídica, introduzindo uma alíquota decrescente em função de prazos mais longos de aplicação que os estabelecidos pela regra atual – de modo a favorecer a demanda por LIG, considerando que este tende a ser um instrumento mais adequado para o funding.

Para os investidores institucionais, o estabelecimento de regramentos especiais, privilegiados, quanto ao requerimento de capital, limites prudenciais e reserva de liquidez, conforme brevemente debatido também no Capítulo 3 (item 3.3)⁸⁶, deve adicionar atratividade às LIGs, ao tempo em que guarda coerência com a solidez exibida por esses títulos. No caso dos investidores estrangeiros a demanda dependerá, ainda, da efetividade da divulgação desses papéis, da clareza em relação ao modelo estabelecido pela regulamentação e da segurança em torno dos pressupostos fundamentais de qualidade, garantia e transparência. A experiência latino-americana sugere que a conquista desse investidor pelo mercado local de CBs não é trivial. Recomenda-se a realização de campanhas de divulgação da LIG, esclarecendo seu funcionamento e suas vantagens para diferentes classes de investidores.

A despeito das expectativas em relação ao seu potencial, o desenvolvimento da LIG, tanto em termos de volume de captações quanto no aspecto da condição dessa captação – prazo e taxa de juros – ser compatível com as necessidades de funding para o crédito de lon-

86 - Diretiva UCITS, CRD e CBPP3.

go prazo, dependerá da consolidação dos atributos de qualidade, garantia e transparência das LIGs. O equilíbrio entre volume, prazo e custo de captação da LIG está no âmago da questão de funding do crédito imobiliário e precisa ser cuidadosamente acompanhado e firmemente perseguido. Por fim, para o êxito almejado é salutar que o Banco Central possa desenvolver um departamento especializado à semelhança do que acontece com outros supervisores de mercados de CBs europeus. Essa expertise dedicada, altamente recomendável para o desenvolvimento do mercado de LIG, deve ser estendida para abarcar o SFH e as dinâmicas do mercado de crédito imobiliário, como ocorreu com o crédito rural.



The image features a stylized architectural sketch of a building's structural frame, composed of black lines representing beams and columns. The sketch is set against a background of teal and light blue geometric shapes. A large, solid teal rectangular area is positioned on the right side of the page, containing the text '7. CONSIDERAÇÕES FINAIS' in white, bold, uppercase letters. The overall design is modern and minimalist.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

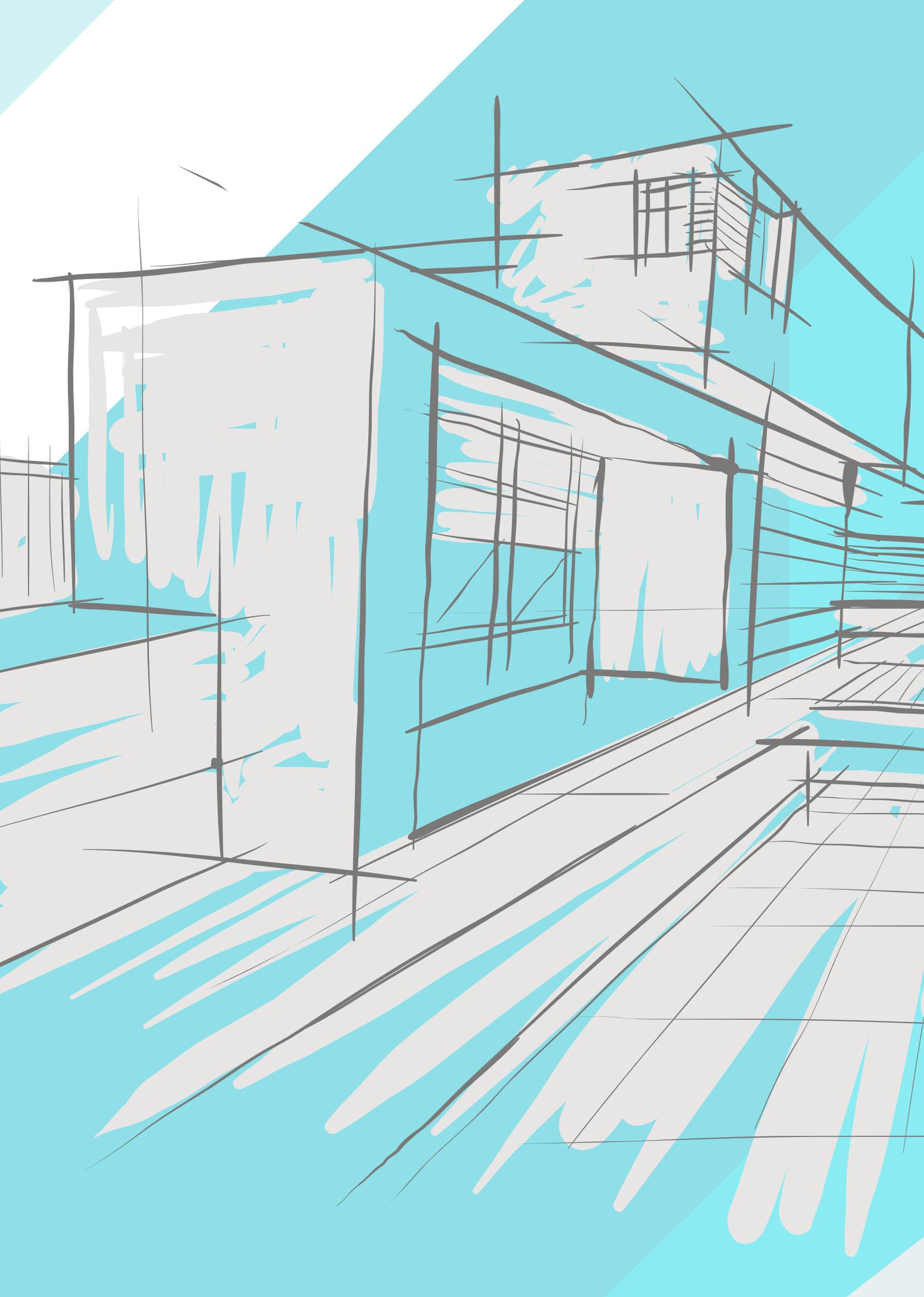
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Extremamente salutar a iniciativa de abertura de consulta pública para avaliação da Resolução da Letra Imobiliária Garantida, que tem como consequência o incentivo a estudos, reflexões e debates por uma série de atores, inclusive os não diretamente envolvidos no processo de regulamentação deste instrumento no Brasil. Todo esse movimento gerado tende a aprimorar a regulamentação e o mercado, contribuindo para consolidar essa nova fonte de funding para o crédito imobiliário.

A pesquisa aqui realizada acerca dos Covered Bonds demonstra a solidez desses títulos e os aprimoramentos que vêm sofrendo, notadamente desde a crise imobiliária internacional recente. Indica, também, que a regulamentação proposta está alinhada com as melhores práticas identificadas pela European Banking Authority. Não obstante, há, ainda, espaço para aprimoramentos na Resolução proposta, conforme apontado no Capítulo anterior, visando, sempre, viabilizar não apenas o desenvolvimento da LIG, como, e principalmente, sua eficácia como instrumento de ampliação da oferta de crédito imobiliário.

A análise acerca da inserção de um novo instrumento financeiro, com o potencial que apresenta a LIG, não pode estar dissociada do contexto dos sistemas de crédito imobiliário existentes no país, bem como do contexto mais amplo, econômico e social. Por isso este estudo foi além da análise estrita da regulamentação e evidenciou que a introdução da LIG não apenas cria oportunidade, mas demanda ajustes na regulamentação de outras fontes, notadamente no crédito direcionado SBPE e, possivelmente, nas LCIs. É este conjunto de mudanças que deverá conformar condições para o crescimento sustentável do mercado de LIG e, concomitantemente, para a tão almejada expansão do mercado de crédito imobiliário no Brasil.







REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL. Minuta de Resolução. Edital de Consulta Pública 50/2017, 30.01.2017. Disponível em <https://www3.bcb.gov.br/audpub/DetalharAudienciaPage?3>

_____. Política Monetária e Operações de Crédito do SFN. 29.03.2017. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/htms/notecon2-p.asp>

BONOMO, Marcos; BRITO, Ricardo; Martins, Bruno. Consequências Macroeconômicas e Financeiras da Expansão do Crédito Governamental no Pós- Crise. Banco Central. Working Paper 378. Dez/2014. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps378.pdf>

DEPEC-BRADESCO. Direcionamento de crédito e eficiência da política monetária no Brasil. Ano IV, No.170, fev/2017.

DE MOLLEIN, Juan. Covered Bonds e Securitização Imobiliária em Mercados Internacionais, e o Contexto no Brasil. Standard & Poors. Março, 2010. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/evento/arquivos/2010_3_101/2010_3_18_Painel_IV_Juan_De_Mollein.pdf

DIEESE. Agenda BC Mais: Ações de curto, médio e longo prazo do Banco Central. Nota Técnica No. 170, fev/2017. Disponível em <https://www.dieese.org.br/notatecnica/2017/notaTec170AgendaBc.pdf>

EUROPEAN BANKING AUTHORITY. Report on Covered Bonds: Recommendations on harmonisation of Covered Bond frameworks in the EU. Dez/2016.

EUROPEAN COVERED BOND COUNCIL. European Covered Bond Fact Book. 2016.

GOLIN, Jonathan, et all. Covered bonds Beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives. Euromoney Books, 2006.

MAGALHÃES ELOY, Claudia. Funding for housing finance in Brazil: regulatory and structural issues. Housing Finance International, Vol. XXX No. 2. Spring, 2017. Disponível em <http://www.housingfinance.org>.

_____. O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e o Crédito Habitacional. Estudo técnico preparado para a CBIC, abril/2016.

_____. Limites e potencialidades do SFH para o financiamento habitacional no Brasil. 15ª Conferência Internacional da LARES. São Paulo, Set/2015.

_____. O papel do Sistema Financeiro da Habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil. Tese de Doutorado, FAU-USP, São Paulo, 2013. 260pp.

_____; PAIVA, Henrique. Tabela Price: a nova relevância de uma antiga polêmica – considerações sobre a questão do anatocismo e outras abordagens. Abecip: 3o Prêmio de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança. 2011.

MARTIN, Rebeca; SEVILANO, José; CONZÁLEZ, Luna. Covered Bonds: The renaissance of an old acquaintance. Banco de España, Estabilidad Financiera, N° , 2013.

MENDONÇA, Mário. O crédito imobiliário no Brasil e sua relação com a política monetária. Revista Brasileira de Economia, Vol.67, No.4, Rio de Janeiro, out/dez, 2013. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0034-71402013000400005&script=sci_arttext

PINEDO, Ana; MARLATT, Jerry. Frequently asked questions about Covered Bonds. Morrison & Foester, 2016.

PINHEIRO, Vinícius; MARQUES, Felipe. Concorrência deve limitar nova Letra Imobiliária. Jornal Valor Econômico, 07.02.2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4860676/concorrenca-deve-limitar-nova-letra-imobiliaria>

Reserve Bank of New Zealand. Covered bonds FAQs. <http://www.rbnz.govt.nz/faqs/covered-bonds-faqs>

ROSA, Silvia. Investimento em Portfólio deve ser positivo em 2017. Valor Econômico. 21.12.2016. Disponível em: <https://www.pressreader.com/brazil/valor-econ%C3%B4mico/20161221/281960312404050>

SCOPE Ratings. Covered Bond Outlook 2017: Credit contraction unlikely to unravel. Novembro, 2016. Disponível em: <file:///C:/Users/CI%C3%A1u->

dia%20Eloy/Downloads/Scope%20Ratings_Covered%20Bond%20Outlook%202017.pdf

SILVA FILHO, Edison. Trajetória recente do investimento estrangeiro direto e em carteira no Brasil. Boletim de Economia e Política Internacional (BEPI), No.19, Jan/Abr.2015. Disponível em http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/5262/1/BEPI_n19_Trajet%C3%B3ria.pdf

SILVA, Isabella Rosa. Covered Bond: Alternativa de Funding para o Mercado Imobiliário Brasileiro? ABECIP: 3º Prêmio de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança. 2011, pp.61-100.

STÖCKER, Otmar. Fundamental questions on covered bond legal frameworks from a European perspective. Housing Finance International Journal, Winter, 2014.

_____ Thinking the unthinkable: Covered bonds in issuer's insolvency. European Covered

Bond Forum, 2011. Disponível em [https://www.pfandbrief.de/cms/internet.nsf/0/50C2BE27C2E964C8C1257FB100332DA7/\\$FILE/St%C3%B6cker%2011%204_2_LBBW%20-%20bereinigt.pdf](https://www.pfandbrief.de/cms/internet.nsf/0/50C2BE27C2E964C8C1257FB100332DA7/$FILE/St%C3%B6cker%2011%204_2_LBBW%20-%20bereinigt.pdf)

_____ Covered Bonds Models in Europe: Legal conflict between secured bonds and deposits regarding insolvency remoteness and bail-in. NBP Working Paper No.182. 2014

_____ Covered bond models in Europe: fundamentals on legal structures. Housing Finance International Journal, XXX, 2011.

US Department of the Treasury. Best Practices for Residential Covered Bonds. Julho/2008. Disponível em <https://www.treasury.gov/about/organizational-structure/offices/General-Counsel/Documents/USCoveredBondBestPractices.pdf>

World Bank. Mortgage Covered Bonds Introduction in Brazil. Relatório preparado pelo time de consultores – Luca Bertalot, Boudewijn Dierick, Olivier Hassler, Paul O'Connor, Eduardo Rottmann e Andrey Milyutin para o Ministério da Fazenda, jun/2012.

correalização



realização



correalização



iniciativa da CNI - Confederação
Nacional da Indústria

realização

