



A Atuação das Companhias de Seguros nos Mercados Financeiros Internacionais

Nelson Victor Le Cocq*

Diretor de Ensino e Pesquisa da Funenseg
nlecocq@funenseg.org.br

Resumo

O papel das seguradoras como investidores institucionais tem chamado a atenção das organizações internacionais como o Fundo Monetário Internacional e o BIS (Bank of International Settlement), além, naturalmente, das contribuições da IAIS (Internacional Association of Insurance Supervisors). Essas instituições têm procurado analisar o comportamento das seguradoras devido ao volume de suas operações de aquisição de ativos e pelo que o FMI chamou de “forte e crescente apetite das seguradoras para a compra de riscos de crédito”. O presente artigo busca descrever o contexto de mudanças atravessado pelos mercados financeiros internacionais no último quarto de século, descreve os mecanismos de securitização, de acordo com os termos em que a literatura utilizada pelas instituições internacionais tem tornado disponível, enfatiza os mecanismos de transferência de riscos entre bancos e seguradoras, realizados mediante derivativos de crédito, e expõe algumas breves conclusões sobre as questões levantadas.

Abstract

The role played by insurance companies in the international debt markets

Nelson Victor Le Cocq, Director of Education and Research, Funenseg
nlecocq@funenseg.org.br

Carlos Vinicius S. de O. Coutinho collaborated with this article as research assistant.

The role of institutional investors played by insurance companies has caught the attention not only of international organizations such as IMF (International Monetary Fund) and BIS (Bank of International Settlement) but also of the IAIS (International Association of Insurance Supervisors). These institutions have followed the performance of insurance companies more closely due to the volume of asset acquisition and to what the IMF has identified as “a greedy appetite for acquiring credit risks”. This article aims to (1) describe the context of change that has molded the financial markets in the past quarter of the century; (2) discuss the securitization mechanisms in the light of the terminology employed by the literature concerning international institutions; (3) to highlight the transfer mechanisms that link banks and insurance companies by means of credit derivatives; (4) and to forward brief conclusions drawn upon the issues discussed.

* O presente artigo contou com a participação de Carlos Vinicius S. de O. Coutinho, como assistente de pesquisa.



Palavras-Chave

seguradoras; Fundo Monetário Internacional; securitização; mercado financeiro; derivativos.

Sumário

1. Introdução; 2. Evolução nos mercados financeiros e expansão de operações de securitização; 3. Descrição dos instrumentos de securitização; 4. As seguradoras como investidores nos mercados de crédito e derivativos; 5. Conclusões.

1. Introdução

Quando olhamos a atuação das companhias de seguros nos principais mercados internacionais, descortinamos uma rica variedade de aplicações em diferentes instrumentos financeiros. A busca de ativos rentáveis e a experiência acumulada na gestão de riscos são fatores que se combinam para tornar as seguradoras fortes participantes das operações disponíveis em praticamente todos os escaninhos dos mercados de renda fixa e variável. O papel das seguradoras como investidores institucionais tem chamado a atenção das organizações internacionais como o Fundo Monetário Internacional e o BIS (Bank of International Settlement), além, naturalmente, das contribuições da IAIS (Internacional Association of Insurance Supervisors). Essas instituições têm procurado analisar o comportamento das seguradoras devido ao volume de suas operações de aquisição de ativos e pelo que o FMI chamou de “forte e crescente apetite das seguradoras para a compra de riscos de crédito”.¹

Companhias de seguros, em particular seguradoras de vida, são importantes fornecedoras de crédito a empresas não financeiras em alguns dos principais mercados do mundo. São ainda atores fundamentais nos mercados de transferência de risco através de derivativos de crédito. A compreensão acerca das condições e dos mecanismos que impulsionaram a evolução deste perfil das estratégias de investimento pode contribuir para futuras avaliações das potencialidades a serem exploradas em nosso próprio mercado nacional. Neste sentido, o presente trabalho pretende ser uma abordagem preliminar, onde alguns aspectos são levantados para reflexão e possíveis aprofundamentos posteriores.

O presente artigo subdivide-se em três seções, além desta introdução. A segunda seção busca descrever o contexto de mudanças atravessado pelos mercados financeiros internacionais no último quarto de século. Serão enfatizados, devido aos propósitos deste estudo, os fatores responsáveis pelo desenvolvimento das inovações financeiras nos mercados de títulos, processo conhecido na literatura especializada como securitização.

A terceira seção terá como foco a descrição dos mecanismos de securitização, de acordo com os termos em que a literatura utilizada pelas instituições internacionais tem tornado disponível. Os mecanismos de transferência de riscos entre bancos e seguradoras, realizados mediante derivativos de crédito, também serão enfatizados, dado a quase exponencial curva de crescimento que tem apresentado em anos recentes.

¹ *Risk Transfer and the Insurance Industry. Global Financial Stability Report*, cap. III. FMI, 2004.

Uma última seção será utilizada para expor algumas breves conclusões sobre as questões levantadas.

2. Evolução nos mercados financeiros e expansão de operações de securitização

As duas últimas décadas do século XX assistiram forte processo de mudanças no funcionamento dos mercados financeiros internacionais. As regras que haviam sido estabelecidas ao final da segunda grande guerra a partir do Acordo de Bretton Woods, em 1944, foram drasticamente alteradas. É interessante assinalar que até o início dos anos de 1970, estas regras se mantiveram como paradigma das políticas nacionais, com ênfase nos controles de câmbio e dos fluxos internacionais de capitais. Tanto a produção teórica relativa à gestão do balanço de pagamentos como o tratamento dado às finanças públicas pautavam-se pelas premissas de taxas de câmbio fixas e restrições aos movimentos internacionais de capitais.²

A situação descrita acima será alterada a partir da primeira crise de confiança no dólar como moeda padrão internacional. Como é sabido, todo o arcabouço das relações econômicas internacionais, definido a partir de Bretton Woods, teve como pedra angular a paridade do dólar norte-americano com o ouro, e a manutenção de taxas de câmbio estáveis entre as diferentes moedas nacionais e o dólar americano. Um dos fundamentos da credibilidade deste sistema era exatamente a conversibilidade, em proporções fixas, entre o dólar e uma determinada quantidade de ouro físico. No final da década de 1960, os bancos centrais dos principais países europeus estavam abarrotados de dólares, e os Estados Unidos eram grandes importadores de mercadorias destes países e do Japão. Começou a grassar um conjunto de inquietações acerca da real capacidade do Tesouro norte-americano em cumprir o compromisso de converter em ouro a quantia de moeda americana de posse de bancos centrais estrangeiros.

No início da década de 1970, a França solicitou esta conversão, e recebeu a negativa do governo norte-americano. Isto foi em 1971. Dois anos após, a própria paridade do dólar com o ouro foi abandonada pelas autoridades norte-americanas. Desta forma, o ouro de propriedade do governo americano já não era mais lastro para o dólar, nem servia como um limitador para as emissões de moeda por parte do governo norte-americano. Inicia-se então um movimento de forte instabilidade cambial, inexistindo parâmetros claros que definissem as relações entre as diversas moedas dos diferentes países. Toda a década de 1970 foi marcada pela discussão acerca das taxas de câmbio, e os Estados Unidos

² É sintomático que, quando R. Mundell e M. Fleming, nos anos da década de 1960, desenvolveram as bases do modelo que leva seus nomes, fosse difícil encontrar exemplos de países que permitissem quer o livre fluxo de capitais, quer políticas de câmbio flutuante. Na verdade, o único país de relativa importância econômica que adotava o câmbio flutuante naquela época era o Canadá, em uma orientação heterodoxa para os padrões de política monetária e cambial então em vigor.

assistiram a uma continuada desvalorização de sua moeda, com impactos inflacionários persistentes sobre os níveis internos de preços.

Neste contexto de desvalorização do dólar e pressões inflacionárias internas, em 1979, após infrutíferas negociações internacionais em torno de medidas de ajuste de câmbio entre os principais países, ocorre uma forte guinada na política monetária norte-americana. Paul Volcker, então presidente do *Federal Reserve*, o banco central dos Estados Unidos, elevou significativamente as taxas internas de juros. A instabilidade das taxas de juros passa a ser um componente cada vez mais importante na definição das alternativas de investimento. É neste contexto que passam a se alterar os critérios de estruturação de ativos financeiros, e dá-se início ao desenvolvimento das chamadas inovações financeiras.

Uma descrição de Vittas (1998) mostra que as três décadas passadas testemunharam inovações financeiras promovidas no quadro de expansão da indústria de serviços financeiros. A maioria destas inovações, desenvolvidas nos anos de 1970, foi estimulada pelo aumento do nível e volatilidade das taxas de juros e pela atuação dos investidores institucionais, especialmente fundos de pensão. As mudanças regulatórias então ocorridas também impulsionaram este movimento de criação de novas modalidades de operações financeiras. A resposta da maioria dos emprestadores e tomadores de empréstimos para o aumento imprevisto das taxas de juros no início dos anos de 1970 foi um movimento para o uso de taxas flutuantes de juros nos contratos, aí incluídos os contratos de hipotecas imobiliárias.

Os fundos de pensão estão também vinculados à raiz do processo de securitização dos empréstimos hipotecários. Legislação disciplinando os passivos de fundos de pensão em 1974 acarretou exigências de compatibilização entre estes passivos e os ativos destas instituições. Isto criou uma forte demanda para títulos de renda fixa de longa duração, gerando um mercado ampliado para os pacotes de securitização de recebíveis imobiliários tendo como colateral lastro de hipotecas. Vittas nos informa que a securitização dos recebíveis atrelados a hipotecas deslanchou quando novas medidas regulatórias proveram forte incentivo para que instituições pudessem vender seus empréstimos contratados a baixas taxas fixas de juros, no início dos anos de 1980, quando as taxas de juros do mercado estavam muito altas, e amortizar as perdas sobre um período mais longo.

As estratégias de proteção dos fundos de pensão também promoveram o uso de produtos de derivativos, tais como opções indexadas e contratos futuros; portanto os fundos de pensão também incitaram inovações nos mercados de ações. O primeiro fundo mútuo indexado foi criado para fundos de pensão em 1971. Posteriormente, a popularização de planos de pensão com contribuição definida e a demanda por melhor gerenciamento dos riscos de investimento nestes planos levaram ao desenvolvimento

de produtos financeiros sintéticos, isto é, amalgamando portfólios que têm como componentes títulos de renda fixa e variável.³

O uso e desenvolvimento dos mecanismos de securitização irão marcar a evolução dos mercados financeiros até os dias atuais. Seu principal impulso ocorreu na segunda metade da década de 1980, conforme podemos depreender de um estudo publicado em 1998:

Em termos globais, a década passada foi marcada pela dominância da securitização como inovação financeira fundamental, propiciada em boa medida pela desregulamentação dos sistemas financeiros de vários países e pela emergência dos investidores institucionais. Houve, portanto, um abandono da forma típica dos anos 70: os empréstimos sindicalizados. Ou seja, os bancos foram suplantados em sua função de intermediários. Essa mudança histórica transparece nos dados apresentados: no período 1987-89, os títulos de dívida direta (bônus, *floating rate notes*) responderam por 83,3% dos recursos captados nos mercados internacionais de crédito, contra 16,7% dos empréstimos sindicalizados.⁴

Recapitulando, ainda em meados da década de 1970 verificam-se as primeiras operações de “empacotamento” de recebíveis, na ocasião empréstimos hipotecários, e venda dos mesmos. Com o passar do tempo, os ativos base dessas transações (ativos formadores do *pool*) foram se diversificando, sendo empacotados quaisquer *pools* de ativos geradores de fluxos de caixa, tais como de empréstimos, recebíveis de cartão de crédito, aluguéis de veículos etc. Em 1985, US\$ 1,2 bilhões em títulos lastreados por ativos foram emitidos.⁵

3. Descrição dos instrumentos de securitização

Uma das características incorporadas à nova formatação adquirida pelos mercados financeiros foi a chamada desintermediação, isto é, a crescente utilização de títulos de dívida direta como instrumento de captação de recursos por parte das corporações. Em substituição aos empréstimos bancários tradicionais, estes títulos (notes, debêntures, *commercial papers*, *bonds* etc.) recebem a denominação

³ VITTAS, D. *Institutional investors and securities markets: which comes first?* The World Bank, Development Research Group, 1998.

⁴ FERREIRA, C.K.L.; FREITAS, M.C.P.; SCHWARTZ, G. *Formato institucional do sistema financeiro*, in CINTRA, M. A. M.; FREITAS, M. C. P. (org.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros – um estudo comparado*. São Paulo, Fundap, 1998.

⁵ MOODYS. *Desmistificando a securitização*. 2003.

genérica de *securities* nos mercados anglo-saxões. Tal denominação deu origem ainda ao termo *securitization*, que significa a transformação de outros instrumentos financeiros em títulos. O caso padrão é o agrupamento de um conjunto de recebíveis como colateral dos novos títulos emitidos.

Em termos técnicos, uma operação de securitização é um processo pelo qual uma variedade de ativos financeiros normalmente ilíquidos e relativamente homogêneos (os chamados ativos-base) são agregados em *pools*, passando a servir de lastro para a emissão de títulos financeiros, os quais são então vendidos a investidores. Os fluxos de caixa gerados pelos ativos-base são usados para pagar o principal e os encargos das *securities*, além das despesas da operação. As *securities*, por seu lado, são lastreadas pelos ativos e são conhecidas como *Asset-Backed Securities* (ABSs).

Normalmente, cada securitização tem três participantes:

- Uma instituição que origina os ativos-base, por exemplo um banco que concede o conjunto de empréstimos que irá, posteriormente, servir de lastro para o ABS. Estas instituições são denominadas em inglês *originator*; os ativos-base podem ser quaisquer recebíveis, isto é, fluxos de pagamento contratados.
- Intermediários (frequentemente chamados de *Special Purpose Vehicles* – SPV); estruturam a securitização e ajudam a viabilizar a venda das ABSs aos investidores.
- Investidores; compram as ABSs.

Dentre os *originators*, destacam-se os bancos que crescentemente através das securitizações tentam pulverizar os riscos originários da sua atividade, particularmente as concentrações de riscos de crédito, com o intuito de otimizar o uso de seus balanços e suas práticas de gestão de riscos. Tais transferências de risco estão crescendo a taxas muito altas, tendo-se então em andamento, um processo de realocação de risco de crédito ou dos instrumentos de crédito do setor bancário para os setores não bancários.⁶

Fundos de pensão e seguradoras vêm despontando como sendo os principais investidores institucionais nesse mercado de crédito bancário, ou seja, estão absorvendo o risco de crédito transferido pelos bancos. Tais intermediários financeiros apresentam passivos relativamente longos, então, os instrumentos de crédito tendem ser uma boa opção de investimento para facilitar o casamento entre ativos e passivos em seus balanços.⁷ Como os fluxos de caixa gerados pelo portfólio dos ativos-base podem ser separados em vários pedaços, conhecidos como *tranches*⁸, os investidores têm

⁶ *Managing Financial Risks – The Insurance Industry*. Transcrição do Fórum Econômico Mundial FMI, 2004.

⁷ *Risk Transfer and the Insurance Industry*, cap III do GFSR. FMI, 2004.

⁸ Diferentes classes de *securities* emitidas com diferenciados perfis de risco, retorno e prazos para atender às necessidades dos investidores.

acesso a uma ampla variedade de combinações de risco, retornos e prazos.

Nas transações tradicionais de securitização, geralmente o portfólio de ativos é transferido, através de uma venda definitiva dos ativos a um intermediário, que emite *securities* lastreadas a eles. Esses intermediários, Sociedades de Propósito Específico (*Special Purpose Vehicles – SPV*), são pessoas jurídicas formadas pelos *originators*, cujo único objetivo é comprar o *pool* de ativos do *originator* com os fundos recebidos através da emissão de *securities* lastreadas pelos próprios ativos. O balanço financeiro de um SPV consiste dos ativos adquiridos do *originator* e de passivos constituídos pelos títulos emitidos. Os títulos são quitados pelos pagamentos regulares que as terceiras partes realizam para quitar sua dívida, e caso elas entrem em *default*, os investidores (compradores dos títulos) arcam com a dívida.

O isolamento do risco de crédito dos ativos a serem securitizados e do risco de crédito do *originator* é o principal objetivo das securitizações.⁹ No entanto, o grau de separação dos ativos do *originator* pode variar. Nas transações tradicionais de securitização, os ativos são efetivamente vendidos para um SPV, sendo então excluídos do balanço do *originator*. Todavia, o desenvolvimento de novos instrumentos possibilitou o isolamento parcial do risco dos ativos sem excluí-los dos balanços contábeis.

Normalmente, a abordagem adotada é determinada pela natureza dos ativos a serem securitizados. As estruturas das transações também tendem a variar dentre as diferentes jurisdições, por exemplo, nos EUA são mais comuns as vendas definitivas dos ativos, enquanto na Europa continental o isolamento dos ativos tem sido mais comum. No entanto, com o acirramento das pressões competitivas, generalizam-se os incentivos às transações com vendas definitivas.

O reforço de crédito é um importante instrumento na estruturação das transações de securitização. Ele protege os investidores contra dois tipos de riscos¹⁰: (1) o risco de o *originator* cometer um *default* nas suas obrigações junto ao SPV nos casos onde um juro residual é retido pelo *originator*; (2) o risco de *defaults* dos clientes do *originator* serem maiores do que o esperado ou o risco de ocorrência de outras contingências que reduzam o valor de mercado dos ativos no SPV.

Um vasto rol de mecanismos de reforço de crédito está disponível a tais transações, que podem ser caracterizados como internos ou externos. Um exemplo de reforço de crédito interno é a sobre-colateralização, que consiste em fazer com que o valor dos ativos transferidos ao SPV seja maior do que o montante de *securities*

⁹ MOODYS. *op. cit.*

¹⁰ LUMPKIN, Stephen. *Trends and developments in securitization*. OECD, 1999.

emitidas aos investidores. Uma outra forma comum de reforço de crédito interno é a subordinação, na qual diversas classes de tranches de *securities* são emitidas pelo SPV, sendo algumas dessas subordinadas, ou seja, designadas a absorver eventos de crédito acima do normal e outras que são protegidas do risco de default pela presença dessas *tranches* subordinadas. Geralmente, a subordinação das tranches se dá na seguinte ordem: *tranches equity*; *tranches mezanino*; *tranches sênior*; *tranches super sênior*.

Os mecanismos de reforço de crédito externo incluem diferentes tipos de seguro de crédito, “*guarantees*”, e letras de crédito de instituições financeiras tais como bancos, seguradoras e resseguradoras. Destaca-se, dentre os mecanismos, a atuação de seguradoras de crédito com altos *ratings* (geralmente AAA), especializadas no provimento de proteção de crédito para títulos financeiros. Normalmente, elas fornecem proteção apenas para os *tranches* sênior e super sênior, que, desta forma, podem refletir em seus *ratings* a confiabilidade demandada pelos investidores. O processo de organizar os ativos em *pools* relativamente homogêneos facilita as análises atuariais dos riscos, o que permite que as agências de *rating* de crédito e, em alguns casos, terceiras partes garantidoras de crédito, revejam e validem as decisões iniciais de subscrição de crédito dos emprestadores.

As transações de securitização têm evoluído bastante nos últimos anos tanto em termos das entidades emissoras e dos investidores, quanto dos ativos securitizados e das *securities* emitidas. Testemunhou-se o crescimento e o desenvolvimento de sofisticadas ferramentas para estimar e gerir o risco de crédito, o que vêm contribuindo para o aumento da liquidez nos mercados de *swaps* e de *hedge*, e conseqüentemente facilitando o crescimento de alguns tipos de instrumentos de securitização.

Tal desenvolvimento, somado ao crescimento da familiaridade das agências de *rating*, vem permitindo que as instituições transfiram risco de exposições de crédito selecionadas através do uso de derivativos de crédito. A junção do uso de derivativos e dos mecanismos tradicionais de securitização em uma mesma transação tem se tornado tendência proeminente, pois permite que os ativos a serem securitizados possam permanecer no balanço dos originadores, o que faz com que a estrutura se torne passível a *hedges* de todos os tipos de ativos financeiros.¹¹ Na realidade, os ativos têm seu risco de crédito temporariamente isolado.

A combinação de derivativos de crédito e securitização tem maior eficiência de custo do que as transações de securitização puras feitas por bancos de altos *ratings*, possibilitando-os continuar a financiar seus portfólios pagando um prêmio relativamente pequeno pelo *hedge*. O uso de derivativos também pode evitar problemas legais e regulatórios se comparado ao uso das transações de securitização tradicionais. Pelas razões acima elencadas, nota-se nos últimos anos um brutal crescimento do uso

¹¹ LUMPKIN, Stephen. *op. cit.*

dos instrumentos de securitização denominados não-consolidados¹², ou seja, em que o risco de crédito é transferido diretamente do originador para o investidor, sem a presença de um intermediário.

Um dos métodos para securitizar empréstimos diretamente sem o uso de um SPV é a emissão de “*Credit Linked-Notes*” (CLNs). As notas são ligadas à performance de um número específico de tomadores de empréstimos. As CLNs garantem que todos os juros dos empréstimos securitizados passem do originador para os investidores. Os investidores ficam intitulados a receber todos os pagamentos de juros e a restituição do principal dos empréstimos em questão, mas também assumem o risco de crédito, ao passo que os *originators* não têm obrigação de compensá-los por quaisquer perdas advindas de um default de um dos tomadores de empréstimo do portfólio subjacente. Pelo fato de todos os fluxos de caixa passarem para os investidores, CLNs possibilitam os bancos a derivar benefícios de menores encargos de capital baseado no risco sem ter de tirá-los do balanço.

Um outro método para securitizar diretamente os empréstimos é o uso de *swaps* que se referem a um pool específico de ativos. Existem duas variantes: *Credit Default Swaps* (CDSs) e *Total Return Swaps*. Nas transações de CDS, o *originator* entra em acordo com uma contraparte em fazer pagamentos regulares (geralmente baseados no montante do principal de um pool de ativos subjacente) em troca de proteção contra um evento de crédito específico, que não necessita se relacionar com o pool de ativos subjacentes securitizado, ou seja, o CDS, diferentemente de uma transação de ABS, não requer o casamento de fluxos de caixa entre os títulos subjacentes e as *securities*. O evento de crédito pode ser definido de vários modos, todavia geralmente refere-se a um *default* de um ou mais tomadores de empréstimo. Se o evento especificado ocorrer, a contraparte faz o pagamento ao *originator*.

Já nos *Total Return Swaps*, o *originator* concorda em transferir para sua contraparte os fluxos de caixa recebidos do pool de empréstimos designado somados a qualquer aumento líquido no valor de mercado dos empréstimos. Em troca, a contraparte faz pagamentos regulares ligados a algum índice de taxa de juros somados a qualquer redução líquida no valor de mercado dos empréstimos entre as datas de pagamento estipuladas. Sob a ocorrência de um evento de crédito especificado, o acordo de *swap* termina e é calculado um pagamento final. Tanto os *Total Return Swaps* quanto os CDSs permitem que o emprestador transfira os riscos de um pool de empréstimos sem ter de retirar os ativos de seu balanço ou notificar os tomadores de empréstimo.¹³

Já os CDOs (*Collateralized Debt Obligations*) são instrumentos que têm estruturas similares às de uma securitização tradicional, no entanto se diferenciam dessa pelo fato de reunirem um pool de

¹² RULE, David. *The credit derivatives market*, 2001.

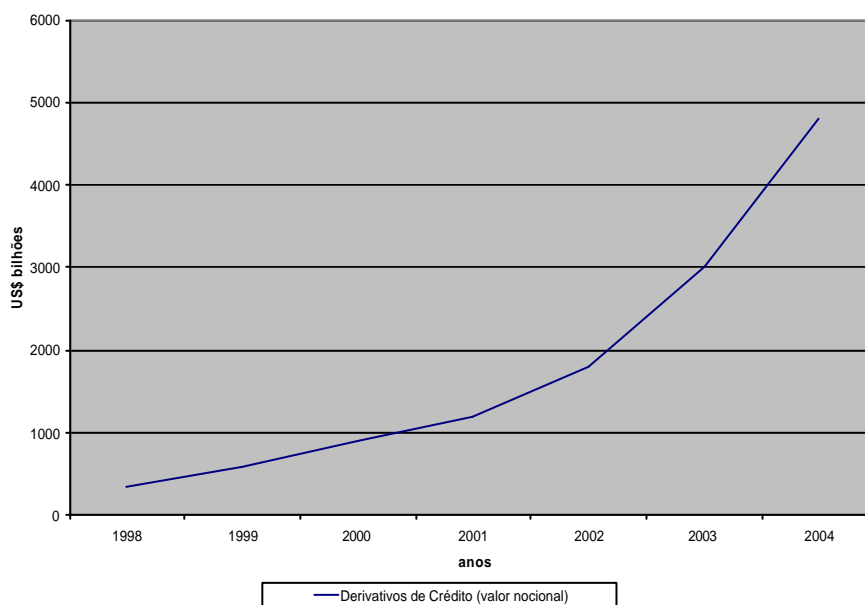
¹³ LUMPKIN, Stephen. *op. cit.* RULE, David. *op. cit.*

ativos heterogêneo, e conseqüentemente diferentes níveis de risco de crédito. Pela heterogeneidade encontrada em seus portfólios, tais transações não são muito padronizadas.¹⁴ Os CDOs podem ser divididos em dois principais tipos: *Cash Flow CDOs* e *Market Value CDOs*. Como já diz o nome, *Cash Flow CDOs* dependem dos fluxos de caixa gerados pelo pool de ativos subjacente. Tais transações formam a grande massa de emissão de CDOs. *Market Value CDOs*, por outro lado, requerem a venda dos ativos caso o valor de mercado rompa certos níveis pré-determinados.

No entanto, a evolução dos mecanismos de transferência de risco de um portfólio de ativos juntamente com a tendência à utilização de instrumentos de natureza não consolidada, deu origem ao que chamamos de CDOs sintéticos.¹⁵ Esses instrumentos são compostos por portfólios de riscos de crédito referenciados através de CDSs e criando tranches sintéticos, e representam os diferentes níveis de risco de crédito dentro do portfólio. Nos portfólios de CDSs a transferência de risco, como nos CDSs simples, também é atingida sem qualquer mudança no controle legal dos ativos subjacentes tanto via uma série de CDSs *single name* ou via um CDS *single* referenciado a todos os créditos no portfólio.

O mercado de derivativos de crédito vem crescendo a taxas altíssimas nos últimos anos. Desde 1998, o valor nominal¹⁶ do montante de proteção vendida passou de US\$ 350 bilhões para mais de US\$ 4 trilhões em 2004.

Evolução do mercado de Derivativos de Crédito (valor nominal)



Fonte: British Bankers' Association (BBA); Board of Governors of the Federal Reserve System; U.K. Office of National Statistics; ECB; Bank of Japan; and IMF staff estimates; Global Credit Derivatives Survey, Fitch Ratings (2004).

¹⁴ HYDER, Iftikhar. *Collateralised debt obligations and the role of monoline insurers*, 2002.

¹⁵ RULE, David. *op. cit.*

Como já enfatizado anteriormente, as securitizações de natureza não-consolidada vêm ganhando bastante força recentemente, haja vista que o volume de CDSs é o maior e o que tem apresentado a maior taxa de crescimento dentre os instrumentos de derivativos de crédito. Em 2003, dentre os US\$ 3 trilhões de proteção vendida até então, os CDSs *single-name* alcançaram US\$ 1,9 trilhões, apresentando um crescimento de 100% em relação ao ano anterior. A velocidade de crescimento continuamente maior do que a dos outros produtos pode ser parcialmente entendida como reflexo do crescimento dos produtos de portfolio (que cresceram 49% em relação a 2002), ao passo que intermediários e investidores assumem grandes posições de *single-name* para fazer um *hedge* das suas exposições em portfolios de CDSs (CDOs sintéticos).¹⁷

4. As seguradoras como investidores nos mercados de crédito e derivativos

O contexto da chamada globalização financeira esteve – e está – caracterizado por uma contínua ampliação da liquidez e da integração entre os mercados internacionais. Na base destas mudanças temos alterações legais e institucionais, referentes à desregulamentação e à liberalização dos mercados. Tais mudanças têm por base, ainda, a expressiva evolução do suporte tecnológico relativo à transmissão e à análise de dados (conjugando avanços nas telecomunicações e nos recursos de informática), alterando drasticamente as possibilidades de investimento e gestão de riscos em escala internacional. Carvalho¹⁸ assinala que:

O movimento de desregulação e o progresso técnico em comunicações são os fatores mais freqüentemente utilizados para explicar a tendência recente rumo à globalização. As instituições financeiras líderes têm como objetivo serem capazes de captar recursos em qualquer lugar do mundo, para colocá-los igualmente em qualquer ponto do planeta. O progresso nas comunicações permite a operação simultânea em mercados espalhados pelo mundo. Oportunidades de arbitragem estimulam as instituições financeiras a atuar em mercados geograficamente distantes através da colocação de produtos complexos, que os avanços no processamento de dados e o progresso na tecnologia de telecomunicações tornaram possíveis.

Em que pese o aprofundamento da integração entre os diferentes mercados nacionais, o processo de globalização não logrou – ao

¹⁷ O valor de face dos ativos securitizados.

¹⁷ *Global Credit Derivatives Survey*. Fitch Ratings, 2004.

¹⁸ CARVALHO, F. J. C. *Sistema Financeiro Internacional: tendências e perspectivas*, in OLIVEIRA, A.; PINTO JÚNIOR, H. (orgs.) *Financiamento do setor elétrico brasileiro*. Rio de Janeiro: Ed. Garamond, 1998.

menos até aqui – dissolver as particularidades locais, que reúnem singularidades históricas e de desenvolvimento institucional, discrepâncias no aparato regulatório, estruturas econômicas e padrões de concorrência específicos, dentre outros aspectos. Conforme assinala o referido texto do Fundo Monetário Internacional (2004)¹⁹, os diferentes setores de um mercado segurador nacional, freqüentemente, podem apresentar diferentes tipos de portfolios de ativos e mostrar diferentes graus de sofisticação na gestão de risco de crédito. Os mercados de capitais e as regulações vigentes são importantes fatores para explicar as diferenças apresentadas. Seguradoras de diferentes países vêm desenvolvendo diferentes estilos de investimento. As seguradoras americanas e japonesas tradicionalmente têm privilegiando instrumentos de crédito, as britânicas têm preferido ações e as da Europa continental um mix de *securities* do governo e ações. As estruturas dos mercados nacionais e regionais subjacentes têm desempenhado um importante papel na influência dessas preferências.

As seguradoras e outros investidores institucionais claramente têm influência no desenvolvimento dos seus mercados de capital nacionais. A demanda por investimentos das seguradoras, em termos da variedade dos instrumentos de crédito, qualidade de crédito, maturidade e outras características, ajuda a sustentar a demanda por títulos corporativos e outros ativos. Entretanto, essa influência é apenas uma dentre muitas outras que moldam o desenvolvimento dos mercados de capitais.

Dentro do setor segurador, as seguradoras de vida são as maiores detentoras de ativos financeiros, e seus balanços são geralmente bem maiores do que o das Ramos Elementares e o das resseguradoras. As seguradoras de vida destacam-se no mercado de derivativos de crédito como grandes investidores institucionais, pois além de terem mais capital disponibilizado para investir, seus passivos têm uma natureza relativamente longa, o que as incentiva a investir nesse tipo de instrumento. No entanto, a proporção desse tipo de investimento dentro do portfolio das seguradoras varia de acordo com a regulação e as características de cada mercado ou região.

A demanda por crédito corporativo no sistema financeiro americano opera amplamente através dos mercados de capitais, enquanto os bancos têm um papel mais proeminente na Europa e no Japão. O mercado de títulos corporativos é a maior fonte de crédito para os negócios não financeiros nos EUA. Este é um fenômeno que se desenvolve há décadas, ainda que sofrendo a influência de

¹⁹ *Risk Transfer and the Insurance Industry*, cap III do GFSR. FMI, 2004.

alterações no marco regulatório. Um artigo de Stephen Prowse²⁰, publicado em 1997, elucida aspectos internos dos mercados de crédito norte-americanos, e o papel desempenhado por companhias de seguros. Importante subsídio é dado também pelo artigo quanto à influência das mudanças regulatórias no comportamento das estratégias de investimento das companhias de seguros.

O trabalho de Prowse é focado no mercado de títulos privados que não são negociados através de ofertas públicas, mas vendidos diretamente aos potenciais compradores. Estes papéis são denominados “*private placements*”, sendo títulos de dívida emitidos por firmas privadas e isentos de registro junto à Securities and Exchange Commission (SEC), constituindo um mercado distinto daquele de títulos de dívida privada (*private debt securities*), que é regulamentado pela conhecida “Rule 144”, adotada pela SEC em 1990. Por lei, “*private placements*” devem ser vendidos apenas para um limitado número de investidores (usualmente companhias de seguro de vida). Esses títulos são vendidos diretamente para os investidores institucionais e, normalmente, no intuito de investimento, e não de revenda, ainda contendo uma cláusula confirmando isso. Tanto as ofertas iniciais, quanto as transações secundárias deles, também são restritas a esse grupo de investidores.

Durante o período entre 94 e 96, a emissão bruta desses títulos foi de quase 40% do verificado no mercado de oferta pública regulado pela SEC. Ao final de 96, o setor corporativo não financeiro tinha cerca de US\$ 450 bilhões aplicados em *private placements*, cerca de 70% dos empréstimos bancários (US\$ 640 bilhões) e quase 50% dos títulos públicos (US\$ 950 bilhões).

Em termos de disponibilidade e publicidade das informações, relativas à empresa, as exigências para colocação de títulos nos mercados de *private placements* são inferiores àquelas exigidas nas ofertas públicas, enquanto as firmas mais problemáticas acabam restritas só ao mercado de empréstimos bancários. Então, o mercado de colocações privadas de títulos é menos intensivo em informações do que o mercado de títulos negociados em ofertas públicas, porém provavelmente bastante mais intensivo do que o de empréstimos bancários.

Os termos contratuais diferem substancialmente de acordo com qual dos três mercados de dívida está se operando. Na média, os títulos em oferta privada são maiores do que os empréstimos bancários e menores do que os títulos negociados em oferta pública. Prowse, a partir de dados de 1989, afirma que cerca de 80% destes empréstimos está entre US\$ 10 e US\$ 100 milhões. As maturidades dos *private placements* normalmente são mais longas do que a dos empréstimos bancários e mais curtas do que a dos

²⁰ PROWSE, S. D. *The Economics of private placements: middle-market corporate finance, life insurance companies, and a credit crunch*, in Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review, 1997.

títulos listados em oferta pública, sendo mais de 50% deles próximos ao longo prazo (entre 7 e 15 anos).

No final de 95, as seguradoras de vida possuíam US\$ 250 bilhões em *private placements*, representando cerca de 14% dos seus ativos em geral e 37% dos seus títulos corporativos. Prowse irá ressaltar que as companhias de seguro de vida fazem grandes investimentos em tecnologia de controle de riscos, tendo grandes staffs de analistas de crédito, os quais avaliam a qualidade de crédito potencial dos tomadores de empréstimos e realizam o monitoramento da solvabilidade das firmas para as quais o crédito foi cedido. Os custos operacionais do gerenciamento de riscos são cobertos pelo maior rendimento ajustado pelo risco dos títulos adquiridos em oferta privada, em relação aos títulos públicos, os quais exigem pouco ou nenhum monitoramento ativo por parte dos detentores dos títulos.

Mudanças regulatórias relacionadas à introdução de modelos de RBC – *risk based capital* – tornaram maiores as exigências, por parte das seguradoras, para aquisição destes títulos de colocação privada. Isto redundou na retração das emissões de títulos com menor classificação nos sistemas de rating, esvaziando o mercado para empresas posicionadas igual ou pior a BB-.

O artigo de Prowse antecipa em oito anos as conclusões presentes no já referido estudo de 2004, do FMI, ao ressaltar o fato de que as seguradoras de vida americanas são importantes fontes de crédito aos negócios. O montante de crédito a corporações e consumidores, retido nos portfólios de títulos delas, cresceu rapidamente e hoje supera os estoques de tais empréstimos nos bancos. Isso contrasta com o padrão mais cíclico dos empréstimos bancários. As companhias de seguros, em particular as de seguros de vida, usam uma grande variedade de instrumentos do mercado de capitais para atingir as exposições de crédito e ações desejadas, assim como os níveis de risco e lucro. Além do mais, devido ao fato de os mercados de capitais americanos serem muito líquidos, o montante de atividade desempenhado pelas seguradoras tem pouco impacto nos preços ou na volatilidade do mercado. Isso facilitou o aumento da capacidade de gestão de riscos das seguradoras americanas, que vêm cada vez mais empregando pessoas e sistemas especializados na gestão de risco de crédito. Títulos corporativos representaram 61% do portfólio agregado dessas seguradoras no final de 2002.²¹

Países com sistemas de financiamento baseados principalmente em crédito bancário, tais como os vistos na Europa e no Japão, têm relativamente menos mercados de títulos corporativos não

²¹ *Risk Transfer and the Insurance Industry*, cap III do GFSR. FMI, 2004.

financeiros e maiores estoques de empréstimos. Entretanto, as diferenças estruturais entre os EUA e a Europa Continental vêm se estreitando desde a adoção do euro, tendo em vista que na área do euro o mercado de títulos corporativos quase dobrou de tamanho desde 99. Em contraste, a fraca demanda por crédito do setor corporativo e o prolongado período de estagnação da atividade econômica no Japão, contribuíram para o vagaroso crescimento do mercado de títulos corporativos não financeiros japoneses.

Ainda que as dimensões e a liquidez dos diferentes mercados influenciem na determinação da atuação das seguradoras (e demais investidores institucionais), a experiência mostra que alterações no marco regulatório e institucional cumprem papel-chave para desencadear inovações financeiras bem sucedidas. Todo o processo de securitização de recebíveis e de derivativos de crédito deflagrados nos mercados norte-americanos foi fortemente facilitado pela atuação das seguradoras de crédito *monolines*. O setor de seguro de crédito de títulos desenvolveu-se na década de 70 com o estabelecimento de algumas companhias com ratings de AAA para prover, aos investidores de títulos municipais americanos, uma garantia da pontualidade do pagamento dos juros e do principal originalmente determinados em caso de um evento de default do emissor. Em 1989, o Estado de Nova York fez uma emenda (artigo 69) na sua lei do mercado segurador que requeria que todo o seguro de crédito de títulos fosse feito através de *monolines*, ou seja, seguradoras especializadas nessa linha de negócios. Subseqüentemente, outros estados americanos adotaram leis similares.²²

A motivação para esta separação foi dar proteção aos detentores de apólices contra falências de seguradoras. O artigo 69 define o seguro de garantia financeira e determina os limites de risco simples e agregados, os requerimentos de capital baseados no risco e as reservas de contingência obrigatórias.

As *monolines* deixaram de abranger só o mercado municipal americano, diversificando sua atuação com o mercado de ABSs nos anos 80, e com o de CDOs nos anos 90. Em 2000, cerca de 63% do valor bruto assegurado pelas *monolines* eram outras obrigações, que não títulos municipais americanos. Essas obrigações eram principalmente MBSs, outros ABSs, CDOs e portfolio de CDSs.

Na estruturação destas transações, destacam-se as posições dos bancos como compradores líquidos de proteção de crédito, ou seja, transferindo o risco de crédito de seus ativos, e as seguradoras como vendedoras líquidas de proteção de crédito, ou em outras palavras, assumindo risco de crédito.²³

²² RULE, David. *Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets: an overview*, 2001.

²³ Deve-se ressaltar também a participação dos fundos de pensão na venda de proteção de crédito.



**Posições Globais de Derivativos de Crédito por Setor em 2002
(US\$ bilhões)**

	Proteção de crédito vendida	Proteção de crédito comprada	Proteção líquida de crédito comprada
Bancos Globais	1.324	1.553	229
Seguradoras (incluindo as "monoline")	344	41	-303
Seguradoras (excluindo as "monoline")	152	15	-137
Seguradoras de crédito monoline	192	26	-166

Fonte: Fitch Ratings, dados obtidas no texto "RISK TRANSFER AND THE INSURANCE INDUSTRY", cap III do GFSR. FMI, 2004.

Normalmente, as *monolines* apenas assumem risco de crédito dos tranches mais seniores dos CDOs e dos CDSs sintéticos. Às vezes, uma transação envolve tanto financiamento, quanto transferência de riscos, com uma *monoline* provendo uma garantia financeira.

Entretanto, geralmente, o banco ou o banco de investimento que está comprando a proteção não precisa de financiamento. Nesse caso, ele apenas está comprando proteção de crédito diretamente da *monoline*, normalmente sob a forma de um portfólio de CDSs.

Além dos requerimentos regulatórios, as *monolines* são fiscalizadas pelas agências de *rating*. A preservação do *rating* de AAA é vital para o ramo delas. As agências de *rating* estimam e determinam uma incumbência de capital para qualquer transação realizada por essas seguradoras. Essas incumbências de capital se elevam caso o *rating* do devedor caia. A estabilidade do *rating* de AAA gera um *spread* maior e uma estabilidade de preços das securities, ou seja, um benefício adicional aos investidores.

As agências de *rating* e os requerimentos regulatórios dão fortes incentivos para *monolines* de *ratings* AAA não assegurarem os investimentos de maior risco ou grandes exposições de companhias, pois isso as expõem a eventos de risco. As finanças estruturadas são atrativas a elas pois, o risco está em portfólios de ativos e, normalmente, dividido em tranches. ABSs e CDOs segurados pelas *monolines* normalmente têm um ou mais níveis de reforço de crédito além da apólice de seguro. Uma das formas de definir o negócio das *monolines* é que elas emitem opções que são uma forma de proteção dos investidores contra eventos de mercado que não a garantia em *cash*.

As *monolines* têm uma alavancagem relativamente alta. Seu capital combinado com as reservas de prêmios representava cerca de 1,4%

do valor bruto das dívidas garantidas até o final de 2000.²⁴ As companhias resseguaram entre 10 e 20% dos seus negócios. Isso se dá parcialmente através de divisão dos prêmios e perdas nos novos negócios, parcialmente através de coberturas de resseguro específicas para riscos particulares e parcialmente através de acordos de “*stop loss*”, que transferem um montante finito de perdas para as resseguradoras caso as perdas acumuladas excedam o patamar estipulado em qualquer um dos anos de vigência do contrato. Elas usam principalmente as grandes resseguradoras globais, mas também utilizam um pequeno número de resseguradoras *monoline*. Além disso, as *monolines* têm linhas de crédito especiais dos bancos, que elas podem usar caso as perdas cumulativas excedam certos patamares.

O envolvimento das *monolines* tanto no mercado primário, quanto no secundário de CDOs se dá das seguintes formas:

- As apólices de garantia financeira são emitidas com lastramento nos fluxos de caixa dos ativos dos CDOs. No mercado primário, esta apólice é um dos documentos de operação da transação. As notas podem ser negociadas no mercado secundário com benefícios completos da apólice. No entanto, no mercado secundário as *monolines* não fazem parte da transação original. Então, a apólice é normalmente emitida em benefício do detentor das notas do CDO e pode ou não ser transferível.
- Os CDSs são usados para prover um derivativo, ou uma execução sintética de um CDO. Em tais transações, as seguradoras *monoline* estão primordialmente envolvidas com o tranche super sênior.

Os CDOs são um componente importante dos portfólios da maioria das *monolines*. Elas não beneficiam apenas os investidores e os financiadores dos CDOs, geralmente, são a chave para o sucesso da execução dessas transações inovadoras.²⁵ Alguns CDOs envolvendo ativos relativamente novos, como dívidas de mercados emergentes ou ABSs, não poderiam ter evoluído eficientemente sem o envolvimento das seguradoras *monoline*, tanto a níveis do mercado primário, quanto secundário. As seguradoras *monoline* têm os recursos, a especialização, e o conhecimento financeiro para compreender os ativos subjacentes, conduzi-los com aplicação, prover o feedback necessário para os investidores, interagir com as agências de *rating* e trabalhar por longos períodos nas estruturas de transação mais novas e inovadoras existentes.

As notas de CDO tendem a ser altamente ilíquidas, pois há poucas informações empíricas disponíveis nas transações. No entanto, as CDOs asseguradas gozam de uma maior liquidez do que as não

²⁴ RULE, David. *Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets: an overview. op.cit.*

²⁵ HYDER, Ifitikhar. *Collateralised debt obligations and the role of monoline insurers, 2002.*

seguradas, devido à estabilidade de ratings que as seguradoras *monoline* proporcionam. Quando uma *monoline* está envolvida em uma transação de CDO a nível primário, a transação tem que seguir os critérios de subscrição estipulados pela por ela. As seguradoras *monoline* têm seus próprios padrões para a diversificação de portfólio. A transação também se beneficia das detalhadas análises de fluxo de caixa e documentações legais levantadas pela *monoline*. Assim, o mercado secundário das CDOs se torna mais líquido.

Pode-se então, perceber a vital importância das seguradoras *monoline* ao mercado de derivativos de crédito. Notavelmente, as transações que envolvem portfólios de ativos só puderam se expandir da forma como fizeram, devido às garantias, benefícios e padronização que as *monolines* provêm.

5. Conclusões

A breve compilação apresentada nas seções precedentes nos sugere que as companhias de seguros podem contribuir fortemente para o financiamento das corporações não financeiras. Além de cumprir uma atividade essencial para o desenvolvimento econômico através da oferta de seguros, podem também tornar disponível grande massa de recursos para a concessão de créditos ao setor privado. Podem, ainda, através dos diferentes instrumentos de securitização – aí incluídos os derivativos de crédito – fornecer liquidez a títulos representativos de diferentes tipos de fluxos de caixa, contribuindo para a ampliação das possibilidades de financiamento por parte de outras instituições financeiras.

A observação dos processos em curso nos principais mercados financeiros internacionais – em particular o mercado norte-americano – nos sugere que o desenvolvimento de inovações financeiras esteve sempre vinculado a inovações do entorno institucional, com ênfase nas mudanças regulatórias que instruíram e estimularam a formatação de novos instrumentos nos mercados de capitais. Inovações financeiras, mudanças regulatórias e investidores institucionais são componentes interativos na expansão e diversificação dos mecanismos de crédito colocados à disposição do setor privado não financeiro. Constituem, portanto, elementos proeminentes na geração de poupanças disponíveis para o giro dos negócios e a agilização dos mecanismos de *funding*, aptos a otimizar a alocação de recursos ao setor produtivo. Tais inovações permitem ainda uma melhor dispersão dos riscos por parte das seguradoras, em particular as seguradoras de vida, proporcionando uma exposição mais diversificada, incluindo em seu portfólio de ativos riscos vinculados à atividade bancária e de seguro de crédito.

Bibliografia:

CARVALHO, F. J. C. *Sistema financeiro internacional: tendências e perspectivas*, in OLIVEIRA, A.; PINTO JÚNIOR, H. (orgs.) *Financiamento do setor elétrico brasileiro*. Rio de Janeiro: Ed. Garamond, 1998.

FERREIRA, C.K.L.; FREITAS, M.C.P.; SCHWARTZ, G. *Formato institucional do sistema financeiro*, in CINTRA, M. A.M.; FREITAS, M. C. P. (org.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros; um estudo comparado*. São Paulo, Fundap, 1998.

Global Credit Derivatives Survey. Fitch Ratings, 2004.

HYDER, Iftikhar. *Collateralised debt obligations and the role of monoline insurers*, 2002.

LUMPKIN, Stephen. *Trends and developments in securitization*. OECD, 1999.

Managing Financial Risks – The Insurance Industry. Transcrição do Fórum Econômico Mundial. FMI, 2004.

MOODYS. *Desmistificando a securitização*, 2003.

PROWSE, S. D. *The economics of private placements: middle-market corporate finance, life insurance companies, and a credit crunch*, in Federal Reserve Bank of Dallas, *Economic Review*, 1997.

RULE, David. *Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets: an overview* 2001.

RULE, David. *The credit derivatives market*, 2001.

Risk Transfer and the Insurance Industry, cap III do GFSR. FMI, 2004.

VITTAS, D. *Institutional investors and securities markets: which comes first?* The World Bank, Development Research Group, 1998.