

# **Comitês de Assuntos Financeiros da Ásia, Austrália-Nova Zelândia, Europa, Japão, América Latina e Estados Unidos**

---

**Declaração Conjunta  
Santiago do Chile, 17 de Agosto de 2009**

## **Securitização Eficiente para a Estabilidade Financeira e o Crescimento Econômico**

A atual recessão econômica e a generalizada crise financeira mundial são amplamente interpretadas como estando conectadas com o colapso dos mercados de securitização nos Estados Unidos. Entretanto, antes dessa crise, os mercados de securitização contribuíram bastante para o crescimento econômico dos Estados Unidos e de diversos outros países industriais. A securitização funcionou bem por mais de trinta anos, e mesmo começou a fincar raízes em diversos mercados emergentes. Nessa declaração, iremos explorar as causas da crise da securitização nos Estados Unidos, e sugerir de que maneira a securitização pode ser revitalizada e reconstruída com maior defesa contra crises. Adicionalmente, iremos sugerir outros enfoques que se adéqüem às especiais limitações que os países emergentes enfrentam.

### **I – O que deu errado?**

De certo modo, a atual crise nos Estados Unidos seguiu um padrão característico que ocorreu durante décadas em muitos países. A crise foi precedida por um *boom* excessivo de crédito, por uma crescente alavancagem das instituições financeiras, por uma excessiva tomada de riscos, e pela formação de uma bolha especulativa. O fato de que a bolha ocorreu no mercado imobiliário fez com que a dívida do *sub-prime* fosse vista como sendo a causa direta da crise financeira. O tamanho, a integração global e a complexidade dos mercados financeiros norte-americanos tornaram inevitável que a crise assumisse proporções globais.

A securitização é uma inovação institucional que veio do setor governamental. Foi concebida para aumentar os fluxos financeiros para o setor imobiliário. A idéia fundamental é relativamente simples. O securitizador compra hipotecas de uma variedade de entidades emprestadoras (que então adquirem a capacidade de oferecerem empréstimos hipotecários adicionais), os “empacotam” e logo a seguir vendem os títulos financeiros que são dívidas respaldadas por fluxos de caixa oriundos deste fundo comum de empréstimos. As securitizações são muitas vezes desenhadas para atrair determinados tipos de investidores institucionais. Nos anos iniciais desse mercado as estruturas de securitização eram muito simples, e não eram mais do que títulos de transferências (“*pass-through*”) em que cada investidor recebia

uma participação rateada dos fluxos de caixa gerados. Devido ao fato desses títulos serem acompanhados por uma garantia governamental contra o risco de crédito, tornavam-se investimentos atraentes para diversos investidores institucionais que necessitassem deter ativos de alta qualidade.

Quando o setor privado adotou o modelo, teve de enfrentar o desafio de substituir a garantia governamental contra o risco de crédito. A securitização no setor privado baseou-se em três pilares. Primeiro, os promotores das securitizações privadas desenvolveram modelos estatísticos sofisticados para estimar o excesso de custos de administração, a colateralização, subordinação ou repartição residual em *tranches* que necessitariam para que a maioria dos títulos tivessem ao menos o *investment grade*. Segundo, um patrocinador poderia estabelecer que um assegurador de uma única linha de negócios (*monoline insurers*) oferecesse garantias contra o risco de crédito. Finalmente, e mais importante, os patrocinadores dependiam das agências de qualificação de risco (*rating agencies*) para certificar a adequação dessas precauções tomadas para possibilitar que a maioria dos títulos fosse qualificada como de “qualidade de investimento” (*investment grade*) ou a um nível maior.

A securitização oferece benefícios para emprestadores, tomadores de empréstimos e investidores. O acesso às fontes mais amplas do mercado de capitais reduz, potencialmente, os custos de financiamento dos tomadores em relação ao que existiriam num mercado mais restrito. A securitização não só permite aos emprestadores vender por transferência os seus riscos localizados, como também pode diversificar os seus riscos por meio da compra de títulos originados de emprestadores que se direcionem para tipos diferentes de tomadores de empréstimos. Isto ajuda a suavizar as exposições ao risco retidas pelas instituições financeiras. A securitização oferece uma maneira de se obter ganhos pela utilização de técnicas especializadas e vantagens comparativas. Por exemplo, a criação de uma operação de empréstimo, a sua administração e o seu processo de financiamento podem ser divididas em diferentes atividades para permitir uma maior especialização na outorga dos empréstimos. Inicialmente, o foco da securitização estava concentrado em empréstimos hipotecários, porém, depois de algum tempo, expandiu-se e diversificou para abranger financiamento de veículos, empréstimos para cartões de crédito, e mesmo itens exóticos tais como os direitos para futuros fluxos de caixa das canções de David Bowie.

Os investidores estavam tão confiantes no processo de securitização que estavam até mesmo dispostos a comprar securitizações baseadas em empréstimos hipotecários *sub-prime*. Criou-se na indústria de securitização um chamado “alfabeto virtual” de títulos mais complexos, e cada vez mais opacos e confusos, inclusive para seus próprios lançadores. A Figura 1 exemplifica uma técnica de securitização bastante elaborada, a qual divide o fundo comum inicial de títulos *sub-prime* em *tranches* que estão subordinadas em prioridade de repagamento para assegurar que a maioria dos títulos recebam uma classificação de “qualidade de investimento” (*investment grade*) ou a um nível maior. Por exemplo, se um CDO (*collateralized debt obligation*) contém outros 100 CDOs que por sua vez agregam 100 MBSs (*mortgage backed securities*) cada, com 2.000 hipotecas por MBS, chega-se a um número de securitizações subjacentes totalizando 20 milhões.<sup>1</sup> [NR1 – Kenneth Scott e John B. Taylor, “Why Haven’t we cleaned up Toxic Assets?”]

Quando a taxa de inadimplência dos empréstimos hipotecários *sub-prime* alcançou valores acima dos previstos nas projeções mais pessimistas, o mercado entrou em colapso. Isso tornou claro que existiam vários defeitos na estrutura da securitização do mercado *sub-prime*.

- Os padrões habituais do processo de *due diligence* foram quase completamente infringidos: comportamento dos tomadores de empréstimos, devedores de hipotecas, lançadores de títulos, patrocinadores, agências de *credit rating*, administradores, gestores de ativos (*asset managers*), seguradoras e investidores.
- As remunerações dos agentes em cada elo da *cadeia* de oferta envolvida no processo de securitização baseavam-se em resultados de curto prazo, ao invés de estarem alinhadas com os interesses dos investidores.
- Houve uma inadequação tanto da regulação quanto da supervisão por parte das *credit rating agencies*, bancos comerciais, bancos de investimento, companhias de seguros e fundos de pensão.
- A ênfase dada pelo sistema de regulação de manter ativos altamente qualificados proporcionou os incentivos para a criação de ativos securitizados também altamente qualificados, igualmente incluindo *tranches* altamente qualificadas de securitização do mercado *sub-prime*.
- O Acordo da Basiléia sobre a Adequação de Capital estabeleceu padrões mínimos para os bancos internacionalmente ativos. Ao fazer isso, no entanto, inadvertidamente criou fortes incentivos para que esses bancos securitizassem os ativos.
- As empresas patrocinadas pelo governo (Fannie Mae e Freddie Mac) incrementaram a demanda por securitizações *sub-prime* para obedecer às diretrizes governamentais. Nesse processo, terminaram retendo mais da metade das securitizações *sub-prime* qualificadas como AAA.
- Um resultado, não intencional, da tentativa da União Européia de forçar a Regulamentação Basiléia II nos cinco maiores bancos de investimento, que já estavam entre os grandes patrocinadores das securitizações *sub-prime*, foi um aumento substancial no seu grau de alavancagem.

O contágio foi rápido e global, espalhando-se com grande velocidade, migrando das securitizações relacionadas com o mercado *sub-prime* para outras securitizações, mercados e instituições.

- As seguradoras de uma só linha de negócios (*monoliners*) estenderam seus negócios para títulos emitidos por municípios, os quais mais tarde também perderam acesso ao mercado.
- Os títulos cuja comercialização dependia da classificação de crédito, realizados por *rating agencies*, tornaram-se não comercializáveis.
- A complexidade do *sub-prime* levantou dúvidas sobre a solvência de muitas das maiores instituições financeiras do mercado global, causando uma quebra dos mercados inter-institucionais, tais como o mercado de empréstimos inter-bancários, o mercado de derivativos negociados no mercado de balcão (*OTC market*), e finalmente o mercado das operações de compra de títulos de crédito com pacto de revenda (*repo markets*).

- O colapso do Lehman Brothers provocou uma corrida no mercado de *Money Market Mutual Funds* e um colapso no *Commercial Paper Market*.

Essas fontes potenciais de contágio fortaleceram a propensão dos governos de resgatar instituições financeiras.

## II – Propostas e Soluções

Para que o sistema de securitização volte a trabalhar bem, é essencial que os investidores sintam confiança que o mesmo esteja sendo regulamentado e fiscalizado com eficiência. É crucial que os incentivos dos diversos participantes, em especial os intermediários e agentes, estejam alinhados com aqueles dos investidores finais. Analogamente, os incentivos dos próprios reguladores também necessitam estar alinhados com os dos contribuintes fiscais, para evitar que esses últimos não terminem sofrendo e pagando por todos os riscos de uma queda nos mercados financeiros.

- **Transparência**
  - Difusão e livre acesso à toda informação dada pelos classificadores de *rating* de crédito (as *rating agencies*), para permitir que os competidores formulem seus próprios julgamentos acerca do valor das securitizações;
  - Revelação dos resultados da avaliação de risco para todas as emissões, para que os investidores possam avaliar melhor o registro histórico (*track record*) dos diferentes provedores de avaliações de risco;
  - Desestímulo à busca de “compra” por melhores *ratings*, exigindo que os emissores de securitizações revelem todas as classificações preliminares que tenham recebido antes da escolha e contratação de uma *rating agency* em particular;
- **Remuneração**
  - Uma maneira para que se alinhe a compensação financeira paga aos agentes financeiros com os interesses de longo prazo dos investidores, é pagar as comissões de maneira proporcional ao retorno obtido pelo capital inicial dos investidores. Na prática, isso fará que todos os agentes atuantes na cadeia de securitização se comportem como detentores de ativos de capital;
- **Regulação**
  - Efetuar uma revisão completa do enfoque do Basileia II, com a finalidade de corrigir as falhas reveladas pela Crise e para assegurar níveis de alavancagem que sejam razoáveis;
  - Aumentar a relação entre capital e ativos;

- Eliminar a dependência do processo de regulação com respeito aos pareceres de classificação emitidos pelas *credit rating agencies*;
- Desestimular no máximo possível a operação de derivativos negociados no mercado de balcão (*OTC derivatives*), e, em casos que não seja possível, fortalecer a divulgação e transparência (*disclosure*) das posições no *OTC*;
- Melhorar a regulação e supervisão dos *monoliner insurers* para obter níveis adequados de reservas;
- Padronização
  - Padronizar e simplificar a estrutura dos produtos securitizados, com a finalidade de fortalecer a liquidez dos mercados secundários e melhorar o acompanhamento da qualidade dos ativos subjacentes.

### **Mercados Emergentes**

O desenvolvimento da securitização nos mercados emergentes não ocorreu com a mesma velocidade observada nos mercados desenvolvidos. Todavia, os benefícios da securitização podem inclusive serem maiores nos mercados emergentes do que nos países desenvolvidos já detentores de sofisticados mercados de capitais.

Existem diversas razões que explicam porque os mercados de capitais permanecem pouco profundos nas economias emergentes e em vias de desenvolvimento. As mais importantes são: as crises recorrentes do sistema bancário criam uma limitação para uma oferta continuada de liquidez, fator essencial para o funcionamento do mercado de capitais; segundo, a debilidade das instituições impede um desenvolvimento pleno dos mercados, como pode ser exemplificado pela inadequada regulamentação das leis sobre falência, que não dá suporte a uma adequada operação dos mercados de títulos e debêntures; terceiro, a fraqueza institucional para capacitar o cumprimento de contratos aumenta o risco de inadimplência da contraparte, dessa maneira limitando a participação de mercado; quarto, as restrições para a entrada e formação de carteira dos investidores institucionais prejudicam a oferta de instrumentos financeiros para os mercados de capitais; finalmente, a presença do risco da não conversibilidade das moedas inibe seriamente a vontade dos investidores de adquirir securitizações provenientes de mercados emergentes.

Portanto, a ausência, nos mercados emergentes, do “fortalecimento implícito” que dá suporte aos títulos emitidos em países com instituições sólidas e moedas conversíveis, limita o desenvolvimento e aumenta a vulnerabilidade dos seus mercados de capitais.

Nesse contexto, se requer maior simplicidade e cautela. Para colher os benefícios da securitização, e ao mesmo tempo minimizar seus riscos, necessita-se prudência para organizar o quadro geral da securitização. Nesse sentido, o Comitê recomenda que se considere o sistema que foi adotado na Dinamarca, o qual pode servir de modelo potencial para o desenho regulatório da securitização nos mercados emergentes. Esse sistema baseia-se em dois pilares. Primeiro, a alavancagem está efetivamente limitada pelos requisitos de capital, já que os empréstimos necessitam permanecer nos balanços dos bancos. Segundo, o processo da criação dos empréstimos é simples, direto e totalmente transparente.

Ademais, para assegurar a ocorrência de uma provisão sustentada e crível de “liquidez dura” (*hard liquidity*), os mercados emergentes precisam desenvolver mecanismos de auto-seguro e obter acesso à linhas externas de crédito. A acumulação de reservas mostrou ser um mecanismo efetivo, embora caro, de auto-seguro<sup>2</sup>. [N.R.2 – Existem fundos regionais que foram organizados para proporcionar essa liquidez. FLAR é o fundo regional para a América Latina, e CMIM é o fundo regional da Ásia.]. As características particulares dos mercados emergentes com respeito à provisão de liquidez externa provocam muita volatilidade nos fluxos privados de capital. Portanto, é essencial obter o apoio das facilidades de liquidez proporcionadas pelas instituições multilaterais. A recém criada FCL (*Flexible Credit Line*) é um passo na direção correta.

### III - Apêndice

O sistema dinamarquês de financiamento hipotecário pode ser chamado de “securitização parcial” ou então de “parcialmente respaldado por ativos”. Isso porque os fluxos de caixa resultantes dos títulos hipotecários emitidos por instituições especializadas estão atados à fluxos de caixa provenientes de um ajuntamento de hipotecas, pressupondo-se que não haja inadimplência. A instituição emissora das hipotecas, nesse caso, assume o risco de inadimplência.

O mercado dinamarquês de títulos apresenta uma história longa e de sucesso. A Dinamarca, juntamente com os Estados Unidos, é o único país onde facilmente se encontra títulos de 30 anos com taxas fixas de juros, e em que o comprador pode exercer seu resgate a qualquer tempo sem o pagamento de penalidades.

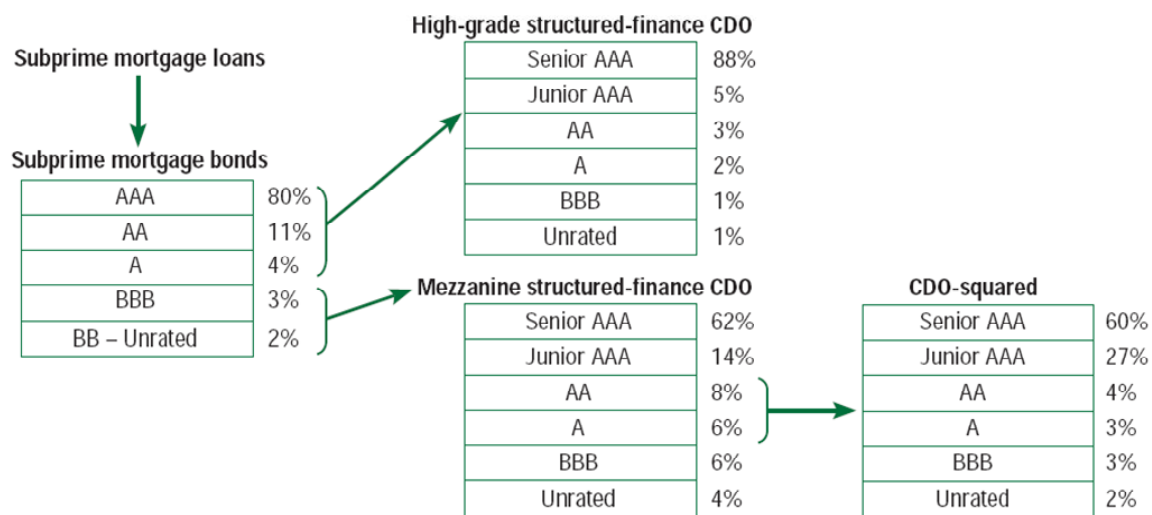
Embora a inadimplência seja o maior risco enfrentado pelas instituições hipotecárias “de um só trâmite” (*one stop mortgage institutions*), o maior risco no que diz respeito aos investidores é o do pré-pagamento. Os dois riscos são mantidos baixos pelas forças da regulação e da concorrência. As hipotecas não têm limites de responsabilidade (*full recourse*), significando que um tomador de empréstimos é responsável pelo total do empréstimo, mesmo que ele tenha falência pessoal e sofra processo legal por inadimplência. A regulação fixa limites com base na relação entre o empréstimo e o valor do bem. O risco do pré-pagamento é reduzido, graças ao ajuntamento de hipotecas que respalda a emissão do título. A concorrência é também um fator importante, pois faz com que as instituições hipotecárias sejam incentivadas a tornar as emissões de títulos as mais líquidas possíveis. Consegue-se a liquidez, em especial, ao tornar os títulos os mais padronizados possíveis em termos de risco de pré-pagamento.

Fortaleceu-se a liquidez de mercado graças a implantação de um registro central de hipotecas e de acordos entre as instituições para entregar informações específicas sobre os ativos que respaldam o título.

As instituições hipotecárias de “um só trâmite” originam, emitem e servem os títulos. De acordo com a regulação, elas não podem aceitar depósitos e elas precisam balancear os fluxos de caixa das hipotecas para investidores com cada emissão de títulos. Um determinado título pode ser emitido sobre um período de três anos, com a emissão de títulos adicionais cada vez que se subscreve um contrato de hipoteca. A inovação ocorrida no mercado hipotecário na última década aumentou a variedade dos contratos de títulos. Existe, entretanto, um conflito entre oferecer um *menu* de contratos e a liquidez. Embora o mercado tenha proporcionado aos dinamarqueses hipotecas de baixo-custo – os *spreads*, ajustados por opções, são similares aos dos Estados Unidos – existe um racionamento de quantidade no sistema, uma vez que as instituições se esforçam para lograr a padronização em termo de risco de inadimplência e de pré-pagamento.

**Figura 1 – Como as Dívidas Colateralizadas (CDO) ajudaram a transformar as Hipotecas *Sub-Prime* em um número cada vez maior de Dívidas Securitizadas Classificadas AAA**

**Matryoshka — Russian Doll: Multi-Layered Structured Credit Products**



Source: IMF staff estimates.  
 Note: CDO = collateralized debt obligation.

*Os Comitês de Assuntos Financeiros da Ásia, Austrália & Nova Zelândia, Europa, Japão, América Latina e Estados Unidos agradecem ao apoio logístico e financeiro do Banco Central do Chile. Agradecemos similarmente ao apoio financeiro da CAF. Os Comitês são completamente independentes e autônomos na formulação das suas Declarações.*