



Felipe Bastos*



Pedro Duarte Pinho**

No final de fevereiro, o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Monetário Nacional (CMN) editaram uma Resolução Conjunta para regulamentar o papel do agente fiduciário nas emissões de Letras de Risco de Seguros (LRS). Essa era uma das últimas peças do quebra-cabeças regulatório desse novo ativo, que, após idas e vindas, começou a ser remontado em agosto de 2022, a partir da promulgação do Marco Legal das Securitizadoras (Lei nº 14.430), criando esse instrumento e o elevando ao patamar legal.

A LRS é inspirada nos Insurance-Linked Securities (ILS) existentes em outros países – com sucesso em alguns (e.g., Cingapura) e nem tanto sucesso em outros (v.g., Reino Unido).

O ativo vem atraindo olhares interessados no mercado de investimentos como uma forma de diversificação de risco de portfólio, já que sua estrutura de riscos e remuneração está vinculada aos riscos atuariais inerentes à operação de seguro que a lastreia. Assim, acabam por ter um perfil muito distinto dos ativos financeiros mais tradicionais, que em geral transferem ao investidor o risco de crédito do emissor ou de variações de preços e, portanto, estão mais suscetíveis a flutuações macroeconômicas.

Para ofertas privadas de LRS, entendemos que o quadro normativo já está completo – aliás, já estava mesmo antes da novel resolução, visto que o agente fiduciário não é um ator necessário para a operação. O modelo de oferta privada é comumente utilizado no exterior para captação de recursos como garantia de riscos de resseguro (collateralized reinsurance transactions).

O principal objetivo do novo arcabouço não está na oferta privada do LRS, mas sim na captação de recursos junto ao mercado de capitais por meio de sua oferta pública. Mundialmente, títulos de catástrofe (catastrophe bonds ou Cat bonds) são o principal exemplo de LRS ofertados publicamente. Para tanto, o mosaico regulatório assume complexidade um pouco maior.

No Brasil, a implementação de uma oferta pública de LRS exige coordenação entre diversos órgãos reguladores do sistema financeiro. O ativo passa pelas alçadas (i) do CNSP e da SUSEP, (ii) do CMN e (iii) da CVM, cada um responsável por assegurar os objetivos regulatórios de suas respectivas esferas de competência – seguros, instituições financeiras e ofertas públicas, respectivamente.

CNSP e SUSEP se responsabilizam pela modelagem e pela supervisão direta das Sociedades Seguradoras de Propósito Específico (SSPE), que serão os veículos utilizados para a emissão da LRS. Para as autoridades de seguros, avultam em importância aspectos prudenciais (constituição de provisões, aplicação de ativos, capital e patrimônio) que assegurem solidez e solvabilidade da entidade, e ainda que, em termos de governança, elas possuam estruturas organizacionais mínimas, para que desempenhem adequadamente atividades de controles internos, de gestão de riscos e de auditoria, transmitindo profissionalismo e inspirando confiança às contrapartes.

A exemplo do que ocorre com a aplicação dos ativos da SSPE, ao CMN coube tratar, em conjunto com o CNSP, da atuação dos agentes fiduciários. Para quem não os conhece, eles são entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central e que poderão ser nomeadas para representar e proteger os investidores das LRS na operação. Como essa figura já está presente em operações com outros tipos de ativos, intermediários do mercado financeiro como corretoras, distribuidoras e bancos de investimento estão se movimentando para preencher essa função. Entretanto, um esforço de adaptação de processos será necessário para satisfazer as responsabilidades regulatórias específicas atreladas à LRS, como o monitoramento dos ativos que constituem a garantia do seguro, acompanhamento e comunicação de sinistros e pagamentos de indenizações, controle de provisões técnicas, relatórios periódicos, entre outros.

Por fim, cabe à CVM disciplinar as ofertas de LRS eminentemente públicas. E tal regulamentação é

a única peça que falta para completar o jogo. Apesar de a LRS ser um ativo único quando comparado com os negociados tradicionalmente no mercado financeiro, ela não deixa de ter características típicas de securitização. Sua função é justamente capturar o potencial do mercado de capitais para viabilizar contratos de seguro para os quais o apetite de resseguro não seja suficiente ou sua oferta se mostre excessivamente onerosa. Surge então uma série de preocupações bem conhecidas pela CVM em relação ao uso de recursos de um grupo pulverizado de investidores, como promoção da transparência, proteção ao investidor e gestão de conflitos de interesses.

As operações de securitização guardam desafios particulares que sempre ocupam e preocupam os reguladores. A crise dos subprime evidenciou que a principal característica dessa operação – transferir e pulverizar riscos financeiros – tem dois lados: ao mesmo tempo em que a torna uma ferramenta poderosa de financiamento a serviço da atividade econômica, pode induzir incentivos perversos à originação de operações financeiramente inviáveis, numa manifestação clássica de seleção adversa e moral hazard (risco moral), por acaso fenômenos também do mercado securitário.

Com o avanço do arcabouço regulatório e a iminência das aprovações das primeiras licenças de SSPE pela SUSEP, o mercado aguarda com atenção o lançamento das primeiras operações com LRS. Entretanto, para ofertas públicas, ainda será necessário percorrer um certo caminho para que o instrumento ganhe tração no mercado de capitais.

Além da atuação da CVM na regulamentação da oferta pública da LRS, dependemos essencialmente do engajamento de seguradoras e/ou resseguradores, bem como do mercado financeiro, que deverão se interessar em compreender e implementar as LRS. O processo de implementação passa por algumas etapas, como o desenho jurídico da operação financeira, captação do público-alvo investidor, estruturação e validação de modelos de precificação em um ambiente com limitada liquidez inicial, o que por si só é um desafio. A receita é conhecida, mas a qualidade dos ingredientes é que contribuirá fundamentalmente para o sucesso da operação financeira.

Além disso, o desenvolvimento de uma infraestrutura de mercado robusta é importante para a segurança das operações e a redução de custos de transação, elementos essenciais para aumentar a atratividade do ativo e capturar os ganhos que o mercado de capitais pode proporcionar para o setor de seguros. O fortalecimento estratégico de infraestruturas de mercado tem sido um dos focos do Banco Central nos últimos anos, com vistas a aumentar a negociação de ativos financeiros de balcão, como, por exemplo, recebíveis de arranjos de pagamento e duplicatas mercantis. De forma análoga, o fortalecimento do Sistema de Registro de Operações (SRO) e das entidades registradoras de contratos seguro sob o guarda-chuva da SUSEP pode ajudar operações com LRS no Brasil a tomarem impulso.

Com um mundo mais complexo, a boa gestão de riscos depende cada vez mais da diversificação de soluções financeiras e da atuação conjunta do mercado de capitais com a indústria para a originação de novos ativos que beneficiem a economia real. O sucesso da LRS é um passo à frente nesse sentido e depende de uma regulação bem formulada e de um mercado de capitais ativo.

***Felipe Bastos,**
sócio da área de Seguro e Resseguros -
FAS ADVOGADOS

****Pedro Duarte Pinho,**
associado da área de Bancário,
Meios de Pagamentos e Fintechs -
FAS ADVOGADOS

(18.03.2024)