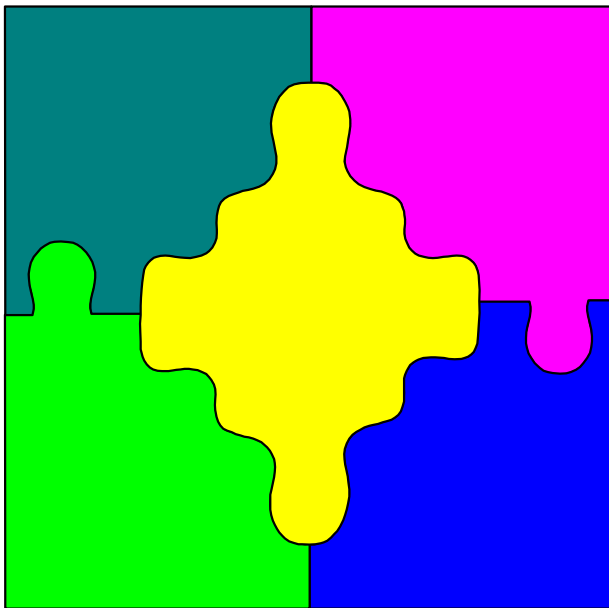


SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS



- *Alternativa de financiamento para as empresas e segregação de risco para os investidores*
- *Principais elementos*
- *A Estruturação da operação*
- *Vantagens / Desvantagens*

Autora: Maria Izabel Nunes (izabeln@uol.com.br)

- Administradora de Empresas graduada pela Universidade Mackenzie
- Em 1997, concluiu o CEA – Curso de Especialização de Analista de Mercado de Capitais, realizado pela FIPECAFI – ABAMEC
- Analista de Investimentos desde 1991. Foi analista *senior* do Banco Bradesco e atualmente é gerente da área de Corporate Finance do Banco Bandeirantes de Investimentos – Grupo Caixa Geral de Depósitos
- No 15º Congresso da ABAMEC sua monografia “PRINCIPAIS OPERAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS E SUAS METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO”, recebeu o prêmio de melhor tese na categoria tema livre.

ÍNDICE

	PÁG
◆ APRESENTAÇÃO	3
◆ CONCEITOS	5
◆ MODALIDADES	7
◆ ESTRUTURA DA OPERAÇÃO	9
◆ AGENTES DO PROCESSO	10
◆ DEFINIÇÃO DE GARANTIAS	11
◆ O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE RATING	12
◆ SECURITIZAÇÃO – OPERAÇÃO LIVRE DE RISCOS?	15
◆ QUE TIPO DE EMPRESAS FAZEM SECURITIZAÇÃO	17
◆ VANTAGENS/DESVANTAGENS	19
◆ CASO PRÁTICO	20
◆ SOLUÇÃO	21

APRESENTAÇÃO

“A administração da ELETROTECH S.A , empresa de varejo que comercializa produtos eletroeletrônicos, estava buscando formas alternativas de financiamento de capital de giro para sua empresa. Com a maior competição e desaquecimento da economia, tornou-se freqüente no mercado a prática de uma política de vendas com prazos agressivos. Algumas redes chegavam a oferecer aos seus clientes parcelamentos em até 10 vezes (no setor, o prazo médio de fornecedores não chegava a 5 meses). Com isto, a necessidade de recursos a curto prazo era crescente, mas os custos proibitivos comprometiam ainda mais a margem da empresa. A procura por operações tradicionais no mercado de capitais para obter recursos de longo prazo, como “commercial papers” e debêntures, também não se mostrava eficaz. Os investidores acreditavam que na atual situação as empresas do setor apresentavam risco elevado em virtude da crescente inadimplência e forte alavancagem (visto que o endividamento da maioria apresentava franca evolução) o que, novamente, era traduzido em custos de captação mais elevados. Diante deste dilema, a ELETROTECH procurou a assessoria financeira do BANCO SAFEINVEST. Ao realizar análise preliminar sobre os dados da empresa, o banco verificou que, historicamente, a ELETROTECH era racional em sua política de crédito e, a despeito da situação provocada pela concorrência, possuía sistema de crediário onde os dados cadastrais dos clientes eram arquivados. Atrasos nas prestações e inadimplências eram geralmente renegociados com êxito. Partindo destas premissas o SAFEINVEST sugeriu para a ELETROTECH realizar uma operação de SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS”.

O exemplo acima ilustra uma situação cada vez mais comum na rotina das empresas que necessitam financiar seus clientes.

Para proporcionar fontes alternativas de captação de recursos a custos mais atrativos, foram desenvolvidas operações estruturadas de financiamento denominadas SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS. A principal característica desta operação é a segregação de risco.

Neste **Up-To-Date®**, vamos abordar os conceitos básicos, elementos envolvidos e formas de montagem deste tipo de operação que ocupa lugar expressivo no Mercado de Capitais.

CONCEITOS

- ◆ Recebíveis são todos os direitos de recebimento de uma empresa gerados por suas vendas a prazo. Por exemplo: cheques pré-datados, faturas de cartão de crédito, parcelas de crediário, etc;
- ◆ A securitização ocorre quando uma empresa, denominada ORIGINADORA, aliena seus recebíveis para obter recursos para financiar sua necessidade de capital de giro;
- ◆ Estes recebíveis (também conhecidos como direitos creditórios), são adquiridos por uma EMPRESA DE PROPÓSITO ESPECÍFICO (ou “special purpose company” – SPC), cujo capital social é integralmente detido pela ORIGINADORA;
- ◆ A SPC emite debêntures que garantem os recursos necessários à continuidade das operações de compra e venda de recebíveis junto à ORIGINADORA. Destacamos que a compra dos recebíveis não se dá de uma única vez, pelo valor total da emissão das debêntures. As aquisições são paulatinas, durante todo o prazo de vigência do papel;
- ◆ Estas debêntures têm como garantia o fluxo de caixa gerado pela realização (recebimento) da carteira de recebíveis. Desta forma, à medida que os clientes da empresa efetuam o pagamento de suas obrigações, nos períodos estipulados, os direitos creditórios são convertidos em recursos que serão acumulados em uma conta na SPC denominada FUNDO DE AMORTIZAÇÃO DAS DEBÊNTURES. Se tudo ocorrer como o previsto, ou seja, manutenção da boa qualidade da carteira, com nível de inadimplência que não comprometa o equilíbrio da operação, o FUNDO será capaz de sustentar o pagamento dos títulos emitidos pela SPC nos períodos de amortização definidos no momento da emissão destes papéis ;
- ◆ Para a ORIGINADORA, o recebimento destes recursos se dá através de um mecanismo similar ao desconto de duplicatas (mas com custos inferiores);

- ◆ Como característica básica, a SPC possui uma estrutura patrimonial bastante simplificada. Como ativo temos os recebíveis adquiridos e aplicações financeiras (provenientes, basicamente, dos recursos levantados através da emissão de debêntures bem como pelo recebimento dos direitos creditórios) e como passivo as debêntures. O patrimônio líquido é representado por um capital social cujo valor é simbólico;
- ◆ Apesar de ser sua controlada integral, a ORIGINADORA não intervém na administração da SPC;
- ◆ Esta operação visa a SEGREGAÇÃO DE RISCO, uma vez que para o investidor a performance dos ativos dependerá da qualidade da carteira bem como dos mecanismos de cobrança da SPC, estando completamente desvinculada da empresa que os gerou. Como exemplo recente deste tipo de situação, temos a MESBLA TRUST onde os debenturistas não tiveram problemas no resgate/amortização de seus títulos apesar da situação pré falimentar da empresa originadora e
- ◆ Para que um direito de recebimento possa ser utilizado na modalidade de SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS, deverá apresentar as seguintes características: fazer parte das formas de financiamento a clientes da empresa (logo não deverá ser esporádica em virtude de alguma promoção que esteja sendo feita pela companhia no momento), e ocorrer em volumes razoáveis para fazer frente à amortização das debêntures da SPC.

A operação de securitização, quando bem sucedida em seu aspecto de segregação de riscos, permitirá à empresa captar recursos com custo mais baixo que o de operações tradicionais no mercado, tais como commercial papers, debêntures, desconto de duplicatas, etc.

MODALIDADES

Atualmente, este tipo de financiamento pode ser utilizado por qualquer empresa que possua um fluxo de recebimento de recursos a longo prazo. Maiores explicações serão dadas em tópico específico mais adiante.

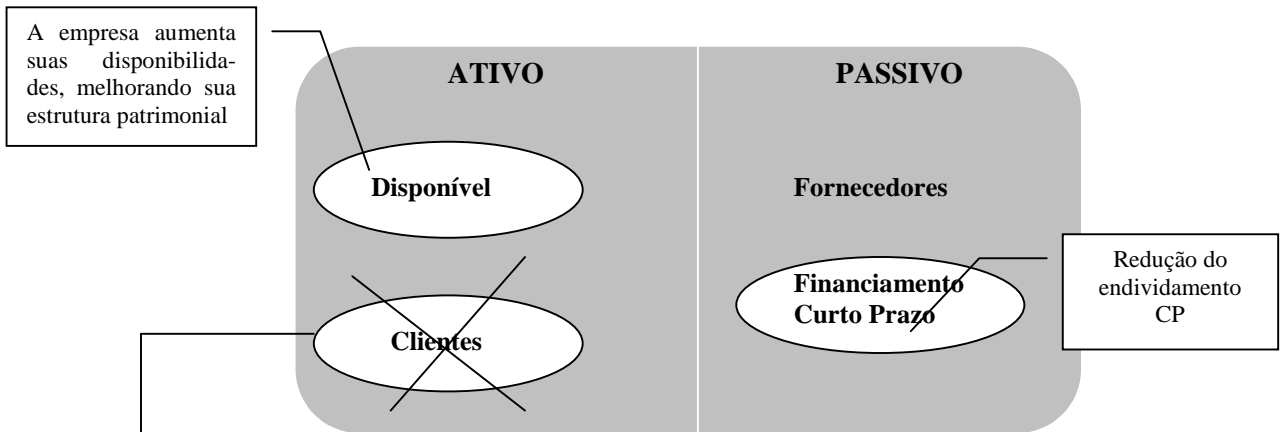
Destacamos, porém, que o tipo de direito creditório envolvido na operação poderá não preservar o perfil de **SEGREGAÇÃO DE RISCO** em sua forma mais pura. Em virtude deste fator, faz-se necessária a classificação destes recebíveis em duas categorias:

- ◆ **Recebíveis provenientes de uma obrigação já efetuada pelo ORIGINADOR:**
Neste caso, a empresa já realizou sua parte na transação com o cliente através da prestação do serviço ou pela entrega do produto, passando a deter, automaticamente, o direito natural de recebimento proveniente do parcelamento destas vendas. Quando tais direitos forem alienados à SPC, o debenturista passa a se preocupar com o **RISCO DO CLIENTE**. Neste caso, a performance da **ORIGINADORA** já não é o fator mais relevante. Este tipo de operação é conhecida no mercado como *true sale*. Por ser o modelo mais simples, esta modalidade será o foco deste trabalho;
- ◆ **Recebíveis provenientes de uma obrigação a ser efetuada pelo ORIGINADOR:**
Neste caso, o cliente paga antecipadamente pelo recebimento do bem ou serviço (o exemplo típico desta situação é o financiamento de imóveis). Pode também haver casos onde a carteira dependerá do consumo mensal do cliente, não havendo, portanto, níveis constantes de recebimento (esta situação pode ser ilustrada por empresas que tem como foco a prestação de serviços públicos, tais como saneamento, telecomunicações, etc).

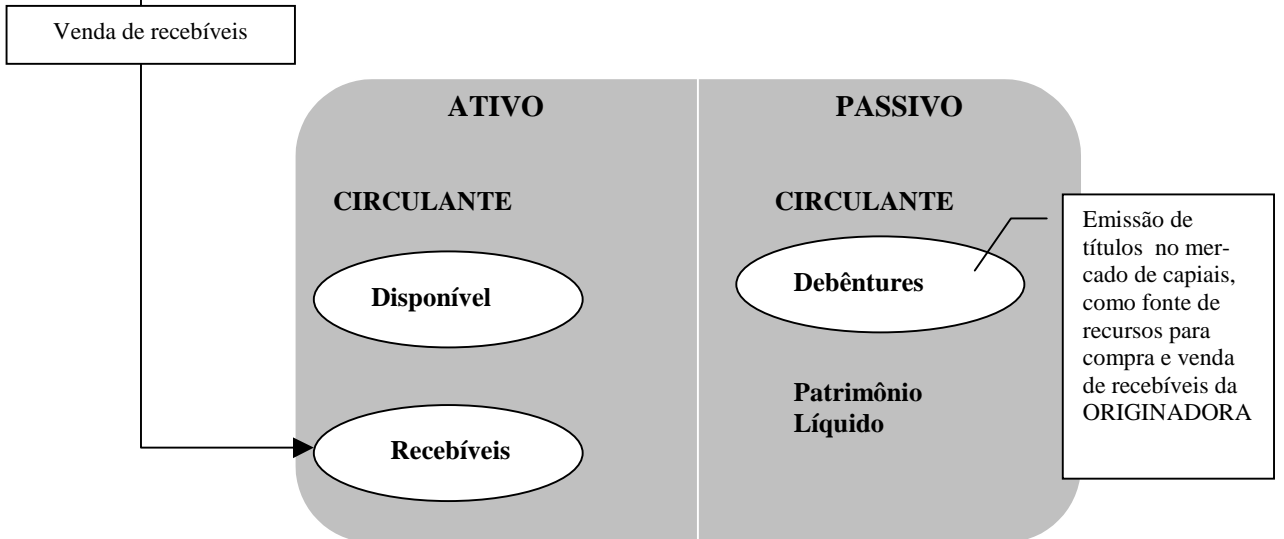
Nestas situações, poderá ser efetuada a securitização mas o RISCO DE PERFORMANCE DA ORIGINADORA será mantido. A motivação pela realização da operação será centrada, exclusivamente, no risco da carteira de clientes (por exemplo, numa carteira baseada no financiamento de imóveis, continua existindo o risco de conclusão da obra; porém, o mutuário dificilmente deverá atrasar suas prestações pois o custo de oportunidade e até mesmo questões emocionais envolvidas na perda do imóvel são maiores).

ESTRUTURA DA OPERAÇÃO

EMPRESA ORIGINADORA



EMPRESA DE PROPÓSITO ESPECÍFICO - SPC



AGENTES DO PROCESSO

Para que a relação entre a empresa originadora e a SPC seja transparente, outros agentes são necessários ao processo, destacando-se:

- ◆ **Agente Fiduciário ou TRUSTEE:** As atribuições deste elemento são executadas por uma instituição financeira (geralmente bancos de investimentos). Seu principal objetivo é gerir a SPC no que se refere:
 - *Constante acompanhamento da carteira de recebíveis, acionando mecanismos de cobrança caso algum evento de inadimplência seja verificado;*
 - *Aplicação dos recursos obtidos pela SPC, para que apresentem rentabilidade adequada e não comprometam o fundo de amortização das debêntures.*
 - *Manutenção do fluxo de informações junto aos investidores através de relatórios periódicos e*
 - *Convocação de assembleias para decidir sobre o futuro da SPC na ocorrência de eventos extraordinários.*
- ◆ **Auditor Independente:** Tem como objetivo atestar a veracidade das operações realizadas entre a SPC e a ORIGINADORA (no que se refere a valores envolvidos, procedimentos utilizados, correta contabilização, etc), para que não haja conflitos de interesses junto aos investidores;
- ◆ **Back up servicer:** É um prestador de serviços que garante a reprodução do sistema de informações atual da originadora permitindo acionar mecanismo de cobrança na ocorrência de situações onde o banco de dados inicial tenha sido danificado. Por esta razão deve possuir localização geográfica distinta do sistema original.

DEFINIÇÃO DE GARANTIAS

De acordo com o setor de atuação, o risco de inadimplência poderá causar danos irreparáveis ao fundo de amortização das debêntures. Para evitar este tipo de situação mecanismos adicionais de defesa foram criados, como por exemplo:

- ◆ **Retrocessão:** Vamos supor que a SPC, em sua carteira recém adquirida, possua créditos com baixa probabilidade de recebimento. Esta poderá solicitar à empresa ORIGINADORA que os substitua por outros de igual valor mas com melhor qualidade. Dentro deste cenário, caberá à ORIGINADORA efetuar todos os procedimentos necessários para que os créditos devolvidos não aumentem substancialmente sua provisão para devedores duvidosos. Logo, pode-se deduzir que o direito de retrocessão é um dos riscos da operação para a empresa ORIGINADORA e uma proteção adicional aos debenturistas da SPC;
- ◆ **Overcolateral ou Garantia Adicional:** Após uma análise criteriosa sobre a qualidade dos recebíveis da empresa é definida uma garantia adicional à operação: a ORIGINADORA deverá manter em seu balanço, nas contas de realizável a longo prazo, um percentual de recebíveis a ser definido pelos estruturadores da operação, de acordo com sua percepção de risco, que deverão ser automaticamente transferidos para a SPC em caso de inadimplência desenfreada e que não puderam ser contidos através de mecanismos usuais de cobrança e retrocessão.

Se não houver a necessidade de se acionar tal mecanismo, os recursos são novamente estornados ao caixa da ORIGINADORA, assim que as debêntures forem liquidadas.

O PAPEL DAS AGÊNCIAS DE RATING

Para auxiliar os estruturadores da operação, são contratadas agências de classificação de riscos (conhecidas no mercado como agências de “rating”), que possuem metodologias específicas para analisar a qualidade dos recebíveis levando em consideração aspectos como:

- ◆ **Origem:** Identifica se os créditos referem-se a contratos já cumpridos (no que se refere tanto à prestação de serviços como entrega do produto), ou se dependem de obrigações a serem cumpridas pelo originador ou até mesmo por terceiros (ou seja, baseados em uma performance futura);
- ◆ **Formas de concessão de crédito:** Verifica as características históricas da política de financiamento a clientes adotada pela empresa bem como os reflexos em sua performance;
- ◆ **Concentração da carteira:** Determina a característica do fluxo de recebimentos de acordo com a sazonalidade dos negócios, níveis de dependência de um cliente específico, atuação regionalizada, etc;
- ◆ **Níveis médios de inadimplência;**
- ◆ **Prazo médio de realização e**
- ◆ **Perfil dos clientes.**

A partir da análise destes dados, as agências de rating atribuem notas a estes recebíveis que determinarão os custos de captação da própria SPC e conseqüentemente da empresa originadora.

Atualmente existem várias agências de classificação de risco, destacando-se: SR Rating (brasileira), Dulf & Phelps, Atlantic Rating (nacional e voltada também para a determinação de risco do sistema bancário), Moody's Investors Service, etc.

Apenas a título ilustrativo, estamos reproduzindo a tabela de notas fornecidas pela SR Rating por conter uma nomenclatura que constantemente é apresentada na mídia para definir risco de países e instituições bancárias, principalmente nos períodos pós crise asiática/russa.

Figura 2 – Notas de classificação de risco (Nível internacional)

<i>Investimento Prudente</i>	
<i>Aaa (triple A)</i>	<i>Garantias máximas, riscos quase nulos</i>
<i>Aa (double A)</i>	<i>Fortes garantias, risco muito baixo</i>
<i>A</i>	<i>Garantias satisfatórias, risco baixo</i>
<i>Baa</i>	<i>Garantias adequadas porém com certo risco</i>
<i>Graus Especulativos</i>	
<i>Ba</i>	<i>Garantias modestas, risco variável</i>
<i>B</i>	<i>Garantias sofríveis, risco alto</i>
<i>Caa</i>	<i>Traços de default (insolvência), risco muito alto</i>
<i>Ca</i>	<i>Default provável, risco extremo</i>
<i>C</i>	<i>Default iminente, risco máximo</i>

- Fonte: SR Rating

SECURITIZAÇÃO: OPERAÇÃO LIVRE DE RISCOS?

- ◆ Apesar do conceito básico de securitização estar voltado para a segregação de riscos, nem sempre isto é possível na prática, principalmente se os recebíveis em questão dependem de uma geração futura de receita. Neste caso, ainda permanece o risco de performance do originador. Para amenizar esta situação, muitas vezes são solicitadas garantias adicionais de forma similar ao verificado no project finance, ou seja, através de seguros de performance;
- ◆ Existe também, no âmbito financeiro, um risco que pode comprometer o fluxo de caixa da empresa ORIGINADORA: o descasamento entre as taxas para seus clientes e as taxas de desconto oferecidas pela SPC na ocasião da compra dos recebíveis. Esta situação pode ser minimizada, pois existe, em termos contratuais, certa flexibilidade de taxas a serem praticadas entre estes agentes desde que tal negociação não comprometa o fundo de recursos a ser gerado para a amortização das debêntures. Se tal situação ocorrer efetivamente, o prejuízo, sem dúvida, ficará por conta da originadora;
- ◆ Eventos extraordinários, como mudança na política econômica do governo, podem gerar situações inusitadas de inadimplência e conseqüente incapacidade da ORIGINADORA de honrar seu compromisso de fornecer garantias adicionais (retrocessão e overcollateral). Nestas situações, caberá ao agente fiduciário realizar ampla negociação com os debenturistas para, eventualmente, negociar maiores prazos de pagamento das debêntures;

- ◆ Em condições normais, a única operação que garante níveis satisfatórios de segregação de riscos é denominada *true sale*. Esta operação ocorre quando os direitos creditórios que são alienados dizem respeito a eventos já realizados pela ORIGINADORA, ou seja, serviços efetivamente prestados ou produtos já entregues. Neste cenário, fica anulado o risco de performance e o recebimento do crédito é um direito da SPC, uma vez que já foram alienados pela ORIGINADORA em troca de recursos de curto prazo.

QUE TIPO DE EMPRESAS FAZEM SECURITIZAÇÃO

Por se basearem na existência de uma carteira de créditos, estas operações são mais frequentes em empresas onde o financiamento a clientes é essencial ao desenvolvimento das atividades, merecendo destaque:

- ◆ Varejo em geral;
- ◆ Empresas de cartões de crédito;
- ◆ Transporte aéreo;
- ◆ Atividades de turismo de forma geral;
- ◆ Empresas de empreendimento imobiliário;
- ◆ Empresas cuja atividade está voltada para o crédito direto ao consumidor, com destaque para financiamento de automóveis, máquinas agrícolas, etc e
- ◆ Serviços públicos em geral: telecomunicações, saneamento, transporte.

A seguir, destacamos as principais operações de securitização de recebíveis realizadas nos últimos anos:

Figura 3 – Principais operações de securitização de recebíveis

<i>Operação</i>	<i>Ano</i>	<i>Montante – R\$ MM</i>	<i>Overcolateral</i>	<i>Rating</i>
<i>MESBLA TRUST</i>	92			AAA
<i>FENICIAPAR</i>	95			-
<i>MAPPIN TRUST</i>	95	36,0	40%	AA
<i>BOMPREÇO TRUST</i>	96	80,0	35%	A
<i>CIDADELA TRUST</i>	96			-
<i>BAHIA TRUST</i>	97			A+
<i>ROSSI SECURITIES</i>	97	100,0	25%	A

*Fonte: Apostila do curso de securitização de recebíveis realizado pela TOP Eventos, de autoria de Emilio Zilio.

VANTAGENS / DESVANTAGENS

VANTAGENS

◆ Para o investidor

Aquisição de papéis com boa rentabilidade e risco relativamente baixo. Em caso de falência da empresa ORIGINADORA, este credor não entrará na lista de preferência de credores da empresa, tendo seus direitos assegurados pelo agente fiduciário que se responsabilizará pelos mecanismos de conversão dos créditos em posse da SPC, objetivando a amortização das debêntures.

◆ Para a empresa originadora

Obtenção de recursos de curto prazo a custos mais atrativos, bem como uma menor necessidade de alavancagem;

DESVANTAGENS

- ◆ O balanço da empresa ORIGINADORA fica distorcido. Como a conta clientes sofre sensível redução pelas constantes vendas de créditos para a SPC, fica a impressão de que sua necessidade de capital de giro diminuiu, quando na verdade a situação pode ser bem diferente.

CASO PRÁTICO

De acordo com estudos preliminares, o BANCO SAFEINVEST estruturou a operação de securitização de recebíveis da ELETROTECH S.A. Para tanto, criou a ELETROTECH TRUST S.A, objetivando uma captação através de debêntures da ordem de R\$ 100 milhões, com prazo de 5 anos e custo médio de 12% a.a. . Como os níveis de inadimplência da ORIGINADORA eram inferiores à média praticada pelo mercado, foi definida uma garantia adicional (overcolateral) de 20% sobre a operação. O SAFEINVEST também tornou-se responsável pelo acompanhamento periódico da carteira de recebíveis da SPC bem como pela elaboração de relatórios mensais para os investidores. Atualmente não existem descasamentos relevantes entre as empresas envolvidas no processo. Baseado nestas informações:

1. Identifique as principais partes envolvidas no processo;
2. Qual é o prazo de duração da SPC;
3. Após um ano da realização da operação, ocorreram mudanças no cenário internacional que obrigaram o governo local a elevar sua taxa de juros para evitar a saída de recursos da economia. Dentro deste cenário os níveis de inadimplência do setor aumentaram. Com isto, o recebimento de 20% da carteira da SPC ficou prejudicado. Assim sendo, o SAFEINVEST exigiu que a ELETROTECH procedesse a retrocessão das carteiras com baixo potencial de recebimento. A administração da empresa, no entanto, alegou que tal procedimento não seria necessário um vez que já tinha um overcolateral do mesmo montante, ou seja 20%. Argumente esta afirmação.

SOLUÇÃO

1. Agentes do processo:

- ◆ Empresa Originadora: ELETROTECH S.A.
- ◆ Empresa de Propósito Específico SPC ou Trust: ELETROTECH TRUST S.A
- ◆ Agente Fiduciário: Banco SAFEINVEST

2. Toda empresa de propósito específico possui um tempo de existência determinado. No caso da operação de securitização de recebíveis, a vida da SPC é idêntica à das debêntures, ou seja, 5 anos.

3. A afirmativa não é correta. Mesmo que exista um overcolateral all capaz de cobrir os níveis de inadimplência do momento, a retrocessão tem que ser realizada com o objetivo de recompor periodicamente a carteira com recebíveis de boa qualidade, preservando assim as condições de amortização previstas no contrato de debêntures. O overcolateral all deve ser utilizado como último recurso, ou seja, se a carteira da ELETROTECH não for suficiente para cobrir tal retrocessão.