

SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS



- ✓ Participantes do Mercado de Securitização
- ✓ Anatomia de uma Securitização
- ✓ O impacto de uma Securitização na Condição Financeira do Originador
- ✓ Os Desenvolvimentos no Mercado de Securitização

Francisco Cavalcante (francisco@fcavalcante.com.br)

- Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis , além de compra e venda de participações acionárias.
- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
- Desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

ÍNDICE

1. APRESENTAÇÃO	3
2. O QUE É SECURITIZAÇÃO	4
3. O MERCADO DE SECURITIZAÇÃO.....	5
4. TIPOS DE ATIVOS SECURITIZADOS	7
5- PARTICIPANTES DO MERCADO DE SECURITIZAÇÃO	8

1. Apresentação

Ao longo das três últimas décadas, o uso da securitização como uma ferramenta financeira tem crescido rapidamente tanto nos EUA como no resto do mundo. Trata-se de uma importante fonte de captação de recursos, notadamente para bancos e outras instituições financeiras. A complexidade das operações de securitização varia dependendo de questões específicas da estruturação, de considerações legais assim como do tipo de ativo sendo securitizado.

Para aqueles não tão familiarizados com o mercado de securitização e de suas práticas, este Up-To-Date® cobre questões básicas que ajudam a navegar através das complexidades. Apresentamos aqui uma visão geral da securitização incluindo uma discussão sobre o mercado e como funciona uma operação típica.

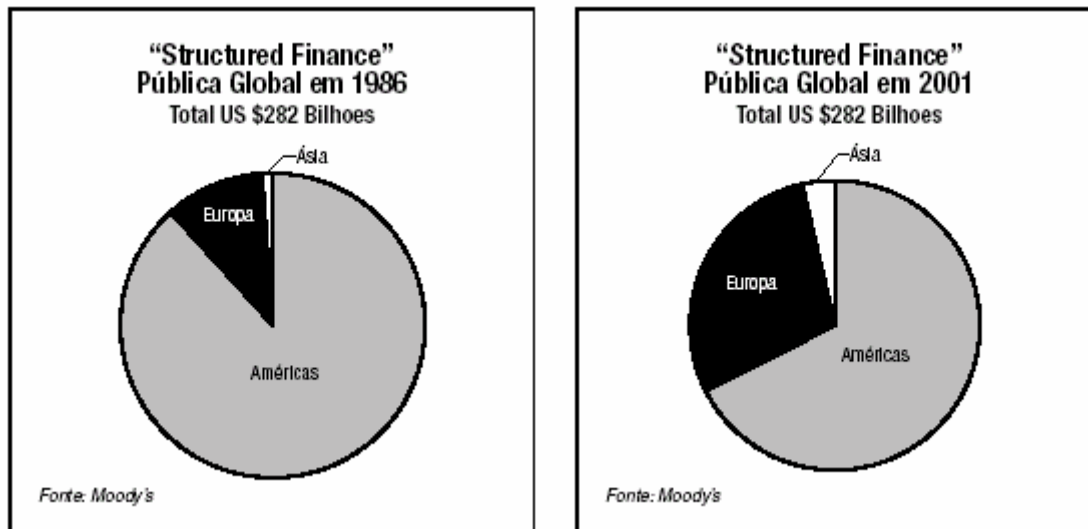
2. O que é securitização

Antes de iniciarmos uma discussão sobre securitização, é importante definirmos o termo. Securitização é um processo através do qual uma variedade de ativos financeiros e não financeiros (vamos chamá-los de "ativos-base") são "empacotados" na forma de Títulos (títulos financeiros negociáveis) e 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 ("ABS", expressão em Inglês que significa Securities Lastreadas por Ativos).

3. O Mercado de Securitização

O mercado de securitização iniciou-se no começo dos anos 1970 com a venda de empréstimos hipotecários reunidos na forma de “pool” e garantidos pelo governo. Em 1985, estabeleceu-se nos EUA o mercado de securitização de longo prazo, quando cerca de USD 1,2 bilhões em ABS foram emitidos. Desde então, o mercado de ABS cresceu substancialmente para USD 280 bilhões em novas emissões em 2001 e cerca de USD 350 bilhões em 2002. Embora o mercado Norte-Americano ainda responda pela maior parcela do mercado de securitização global, ele é um setor já maduro e sua taxa de crescimento vem diminuindo quando comparada com os mercados da Europa e da Ásia. Estima-se que esta tendência deva perdurar nos próximos anos.



Tem havido também um impressionante crescimento no mercado de securitização de curto prazo chamado Asset Backed Commercial Paper (**ABCP**, ou Notas de Crédito Lastreadas por Ativos). No final de 2001, contabilizou-se USD 745 bilhões destas notas transacionadas, os quais caíram para USD 725 bilhões em 2002. Isto se compara a USD 696 bilhões em *commercial papers* sem garantias emitidos por empresas no final de 2001 e USD 600 bilhões no final de 2002, uma queda substancial comparada ao pico de USD 986 bilhões em Novembro de 2000.

A deterioração geral da qualidade crédito das empresas tem sido um importante fator para o crescimento dos **ABCP**. Devido ao rebaixamento de *rating* de diversos emissores de *commercial papers* sem garantias para níveis abaixo de "Prime 1", os investidores têm procurado a segurança de investimentos de curto prazo lastreados por ativos. Entretanto, o mercado de **ABCPS** tem notado recentemente uma contração nos volumes emitidos. Isto é devido a incertezas regulatórias e a fraqueza da economia pois há menos necessidade de capital de giro de curto prazo e os emissores estão se aproveitando das baixas taxas de juros no mercado de dívida de longo prazo.

4. Tipos de Ativos Securitizados

Qualquer fluxo-de-caixa, atual ou futuro, que é gerado por ativos, pode ser securitizado. À medida que o mercado de securitização vem crescendo e tornando-se mais sofisticado, a variedade de ativos que são securitizados tem aumentado.

Os tipos mais comuns incluem empréstimos hipotecários, financiamentos de automóveis, recebíveis de cartões de crédito e empréstimos educacionais; leasing de aviões e de equipamentos também são passíveis de securitização.

Exemplos de Ativos Securitizados	
Leasings de Aeronaves	Financiamentos de Casas Pré-Fabricadas Transportáveis
Financiamento de Autos	Financiamentos Hipotecários de Imóveis
Leasings de Autos	Leasing de vagões
Financiamentos de Barcos	Imóveis
Recebíveis de Cartões de Crédito	Financiamentos de Veículos de Recreação
Financiamento de Giro de Concessionários (<i>Floorplans</i>)	Fluxo de <i>Royalties</i>
Leasings de Equipamentos	<i>Stranded Utility Costs</i> (*)
Empréstimos garantidos por Imóveis	Duplicatas
Leasings de Containers Marítimos e de Chassis	Financiamentos de Caminhões

(*) *Compensações financeiras por custos incorridos pelas Distribuidoras de Energia Elétrica devido a mudanças regulatórias nos EUA*

Os tipos de ativos menos usuais incluem empréstimos para franqueados, financiamentos para taxistas, pagamentos de subsídios governamentais para plantadores de tabaco, fluxo de pagamento de royalties etc. Há também um crescente número de transações com ativos operacionais onde os ativos securitizados, tais como vagões ferroviários ou containers marítimos, são chave para as operações da companhia.

5- Participantes do mercado de securitização

Tipicamente, cada securitização tem três tipos de participantes:

- **Um originador** que gera um ativo, seja este um empréstimo, leasing, recebível, ou outra forma de fluxo de pagamento.
- **Intermediários** que estruturam a securitização e ajudam a viabilizar a venda dos ABS aos investidores
- **Investidores** que compram os ABS.

Originadores que Securitizam seus Ativos

Os originadores que securitizam seus ativos incluem bancos, financeiras, financeiras cativas (que financiam apenas os consumidores da empresa à qual a financeira cativa pertence), e também numa menor extensão, entidades industriais³.

Tipicamente, um originador faz empréstimos aos consumidores para a compra de um ativo como um automóvel ou uma casa; o empréstimo é garantido pelo ativo financiado. O originador pode então “empacotar” alguns ou todos os seus empréstimos (créditos) aos consumidores numa securitização e emitir títulos lastreadas pelos empréstimos aos consumidores. Os títulos são quitados pelos pagamentos regulares que os consumidores fazem sobre seus financiamentos de automóveis ou hipotecários e, se o consumidor entra em default, pela venda do automóvel ou da casa, caso o financiamento seja garantido.

Há varias razões que levariam um originador a securitizar seus ativos. São elas:

Acesso imediato a caixa

De maneira mais ampla, em troca de receber caixa hoje por estar vendendo ABS, o originador oferece o fluxo-de-caixa gerado pelo ativo-base ao longo da vida deste ativo.

Diversificação das fontes de captação de recursos

A securitização pode ampliar a gama de alternativas de captação disponíveis para a companhia.

Adicionalmente, em tempos de estresse financeiro ou durante um ciclo econômico de baixa, o mercado de ativos lastreados tende a ser muito mais aberto ao originador do que o mercado de dívidas não-garantidas.

Disponibilidade de captação com custos potencialmente mais baixos

Em certos casos, a securitização pode resultar em custos diretos de captação mais baixos se comparados aos custos de empréstimos comuns, não garantidos. Isto depende do rating do originador (uma companhia com rating de alta qualidade pode ser capaz de tomar empréstimos sem garantias a um custo mais baixo no mercado), da qualidade dos recebíveis e da estrutura da transação. Em adição, a possibilidade de se separar uma securitização do perfil de crédito do originador pode resultar numa precificação mais eficiente e spreads mais estáveis do que nos casos de dívida sem garantias.

Possibilidade de pequenos participantes do mercado ou financeiramente fracas acessar fontes de captação

A securitização possibilita a empresas pequenas ou financeiramente fracas, com pouco ou nenhum histórico de mercado, o acesso à captação de recursos financeiros a custos competitivos. Conseqüentemente, a securitização tornou irrelevantes a capacidade de captação de recursos, e portanto a robustez financeira, como barreiras para a entrada de novos competidores em certos setores econômicos. Além disto, ao proporcionar maior disponibilidade de recursos do que o mercado de capitais para dívidas sem garantias, a securitização impulsiona o crescimento dos novos entrantes no mercado bem como a realização mais rápida de economias de escala operacionais.

Arbitragem regulatória para bancos e instituições financeiras

Sob certas condições, na perspectiva contábil, uma operação de securitização pode receber um tratamento extra-balanço. Isto é potencialmente benéfico para bancos e instituições financeiras, os quais são sujeitos a exigências regulatórias de capital. Ao transferir ativos numa securitização, poderá ser exigido menos capital regulatório para suportar as operações.

Financiamento casado entre ativos e passivos

Por mitigar o risco referente ao descasamento de taxas de juros e de liquidez entre ativos e passivos na carteira de um originador, a securitização proporciona um valioso hedge de longo prazo. Entretanto, dispositivos contratuais de aceleração de amortização, como gatilhos, podem eliminar este benefício.

Transferência de Risco

Dependendo da estrutura, a securitização pode possibilitar ao originador transferir ativos e respectivos riscos a eles associados. Como resultado, parte do capital que estava previamente sendo utilizado para suportar os ativos transferidos pode potencialmente ser liberado e utilizado para outros fins. Alternativamente, um perfil de menor risco pode resultar em custos menores de captação para o originador. Entretanto, até o momento, temos observado poucos exemplos de transferências significativas de risco via securitização.

Intermediários que Estruturam uma Securitização

Os intermediários tem um papel chave na estruturação de transações de securitização. Eles têm experiência e conhecimento significativos na estruturação e colocação de complexas transações de ABS no mercado. Em adição, os intermediários coordenam as atividades dos principais participantes numa securitização incluindo o emissor, originador, advogados, agências de *rating*, prestadores de serviços e investidores

Investidores Compradores de ABS

Investidores de ativos lastreados incluem bancos, companhias de seguros, Conduítes de **ABCP**, fundos de pensão e *hedge funds* (Fundos Multimercado ou Genéricos). Como os fluxos-de-caixa gerados por um conjunto de ativos podem ser separados em vários pedaços ou tranches, os **ABS** oferecem aos investidores uma ampla variedade de níveis de qualidade de crédito e prazos dependendo da tranche comprada. Os *ratings* dos **ABS** são freqüentemente tão bons como "Aaa", um nível de *rating* que freqüentemente não pode ser atribuído aos débitos do originador baseado apenas na sua qualidade de crédito (não garantidos ou não lastreados por ativos).

Universo de Investidores	
Companhias de Investimento	43%
Companhias de Seguros	22%
Administradores de Fundos	16%
Governos Federal, Estaduais e Municipais	5%
Empresas	4%
Fundos Mútuos	3%
Fundos de Pensão	3%
Outros	5%

Fonte: Moody's

Como as transações **ABS** são tipicamente lastreadas por um conjunto diversificado de ativos, os investidores em Renda Fixa podem diversificar suas carteiras comprando **ABS** que são, por definição, diversificados. Ademais, ainda que o mercado de securitização não tenha operado por um tempo longo o suficiente para um julgamento de sua performance durante todos os ciclos econômicos, os *ratings* dos **ABS** tradicionais (incluindo os CDOs), desde a criação do mercado, têm se mostrado mais estáveis do que os *ratings* das dívidas não garantidas dos originadores.

Os investidores podem também se beneficiar da qualidade de informação disponível numa operação de securitização. Quando ativos são securitizados, o originador geralmente informa detalhes da performance dos ativos que podem ser mais específicos do que na informação que o originador disponibiliza em seus Demonstrativos Financeiros. Há também uma maior transparência em termos das capacidades de endividamento e de serviço de dívida do originador.