

## SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS – PARTE 2



- ✓ 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](mailto: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. ANATOMIA DE UMA SECURITIZAÇÃO.....	3
3. O IMPACTO DE UMA SECURITIZAÇÃO NA CONDIÇÃO FINANCEIRA DO ORIGINADOR .....	7

## 1. Apresentação

No Up-To-Date anterior de número 334 falamos de uma operação que vem crescendo bastante em importância e representatividade: a securitização de recebíveis. Neste Up-To-Date vamos finalizar este assunto.

## 2. Anatomia de uma securitização

Um dos principais objetivos de uma securitização é a separação do risco de crédito do pool de ativos sendo securitizados do risco de crédito do originador. Para se atingir esta separação, o originador vende um pool de ativos especificamente identificados a uma Entidade de Propósito Especial (Special Purpose Entity ou "**SPE**"), a qual então emite ABS para investidores. A SPE é uma empresa-de-papel ("shell company") cujo único objetivo é comprar o pool de ativos do originador com os fundos recebidos através da emissão de ABS lastreados pelos próprios ativos. O balanço financeiro de uma SPE consiste dos ativos adquiridos do originador de passivos constituídos pelos ABS emitidos.

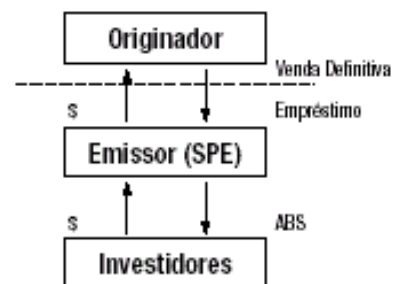
### Diagrama de uma Securitização de Empréstimos

**Passo 1:**  
Originador estende empréstimos a seus consumidores (\*\*)

**Passo 2:**  
Através de uma venda definitiva, o originador "empacota" os empréstimos e os vende a uma SPE (livre de risco de falência do originador) a qual é a emissora

**Passo 3:**  
Os ABS são emitidos lastreados pelos fluxos-de-caixa do empréstimos, que são tipicamente os ativos-base. Os ABS também podem ser suportados por várias formas de reforço de crédito ("credit enhancements")

*\*\*O originador é normalmente o gestor do processo de recebimento e cobrança dos ativos*



Através de uma “venda definitiva” (venda e transferência irrevogável e irretratável) de um pool de ativos para uma SPE, os ativos são legalmente separados daqueles do originador. Isto significa que se o originador requerer falência, os credores não garantidos (quirografários), não teriam qualquer recurso contra o pool de ativos e seus respectivos fluxos-de-caixa. Por outro lado, os investidores que compraram os ABS não teriam recurso contra os ativos do originador no evento da falência. Para efeito de repagamento de seus ABS, o investidor olha apenas para o fluxo-de-caixa gerado pelo pool de ativos assim como para as qualidades de crédito intrínsecas da operação — legalmente falando — não há recurso contra o originador.

### ***Suporte ou Reforço de Crédito Determina os Ratings das Tranches da Securitização***

Uma importante etapa na estruturação de uma securitização é determinar o nível adequado de suporte ou reforço de crédito. O reforço de crédito protege os investidores contra perdas em seus “*securities*” quando ocorrem perdas nos ativos-base do pool. O reforço de crédito traz a qualidade de crédito do ABS para o *rating* desejado, que normalmente é “Aaa” para as tranches mais seniores. De modo a atingir um *rating* “Aaa”, proteções estruturais e legais devem estar formalizadas.

Reforços de crédito podem ser estruturados de varias formas diferentes tais como:

**Tranches subordinadas de dívida securitizada:** Tipicamente, uma transação de securitização extrai e separa os fluxos-de-caixa de um *pool* de ativos em vários pedaços chamados tranches. Uma tranche sênior tem preferência sobre os fluxos-de-caixa em relação aos direitos de uma tranche subordinada. As tranches subordinadas provêm reforço de crédito por absorverem, antes das tranches seniores, as perdas dos ativos-base do *pool*.

**Spread excedente** é definido como pagamentos de juros e outras comissões recebidas sobre os ativos do pool menos os pagamentos de juros feitos para os ABS mais a comissão paga para gerir e cobrar os ativos entre outras despesas. O *spread* excedente é tipicamente a primeira linha de defesa para absorção de perdas; ele é utilizado antes de qualquer outro tipo de reforço de crédito ser acionado. Se o *spread* excedente não é utilizado, normalmente ele é liberado para o originador ou retido numa conta-reserva.

**Conta-Reserva de Caixa:** O originador pode separar um certo volume de caixa numa conta-reserva para absorver perdas de crédito. Como uma alternativa, a transação também pode ser estruturada para capturar e reter qualquer excesso de fluxo-de-caixa (o qual, de outra maneira, retornaria ao originador), até que a conta-reserva atinja um saldo de caixa especificado. Se a conta-reserva for usada para absorver perdas, qualquer excedente de fluxo-de-caixa deve ser usado para recompor a conta-reserva. Novamente, em havendo sobras de caixa, estas poderão então retornar ao originador. Uma transação pode também ter “gatilhos” relativos a performance, os quais, uma vez acionados, poderão exigir a retenção de caixa adicional caso a qualidade dos ativos-base se deteriore.

**Sobre-Colateralização**, que é provida pelo originador, acontece quando o valor dos ativos no pool excede o valor dos ABS emitidos. Se o fluxo-de-caixa gerado pelos ativos securitizados é menor do que o esperado, o fluxo-de-caixa gerado pelo colateral adicional fica disponível para absorver as perdas.

Em qualquer securitização, muitas das perdas do pool de ativos, talvez todas, são cobertas por uma ou mais destas formas de suporte de crédito. Em muitas transações, o suporte de crédito pode ser tanto ***provido pelo originador*** (como é o caso com uma conta-reserva de caixa) ou ***retido pelo originador*** (como tipicamente é o caso da tranche mais subordinada). Como resultado, dependendo de como a securitização é estruturada, a maior parte do risco econômico deve ser retido pelo originador. Muito do benefício da transação é também retido porque se o *pool* de ativos desempenha como esperado e o suporte de crédito não é utilizado, todo o excesso de fluxo-de-caixa é liberado para o originador.

Desta forma, os interesses do originador na securitização são expostos aos mesmos riscos e recompensas a que o Capital seria. Isto é, o originador deve reter a maior parte dos direitos subordinados sobre o ativo securitizado, onde quase todas perdas, talvez todas, estão concentradas (isto é também de chamado de "first-loss position"). Em adição, o originador apenas aproveita os excessos de fluxo-de-caixa depois que todas as obrigações contratuais estejam cumpridas.

### *Gerenciamento Eficaz dos Pagamentos é uma Consideração Chave*

O gerenciamento de pagamentos e a correta administração do pool de ativos, de modo a assegurar que todos os pagamentos dos ativos securitizados sejam recebidos pontualmente e que os recebíveis em atraso sejam liquidados — é um elemento chave em qualquer securitização. Tipicamente o originador continua a prover este tipo de serviço para o pool de ativos que ele securitiza. Na eventualidade de tal responsabilidade ter que ser transferida a uma outra entidade, a securitização é usualmente estruturada de modo prover uma boa retaguarda operacional assim como liquidez para facilitar uma transferência sem sobressaltos, com um impacto mínimo no desempenho dos ativos.

### **3. O impacto de uma securitização na condição financeira do Originador**

Uma vez que uma securitização é completada, o analista de empresas avalia então o impacto da transação sobre o rating do originador, o que está discutido abaixo:

### **Securitização e Transferência de Risco**

A securitização foi originalmente concebida como uma fonte alternativa de financiamento para os originadores; apenas muito limitadamente aconteceu a transferência de risco. Isto é, o originador, como principal fonte de reforço de crédito ou detentor da maior parte da parcela subordinada da securitização, onde o grosso das perdas do pool de ativos está concentrado, permaneceu exposto a riscos de crédito significantes.

Como resultado, numa securitização, mesmo quando os ativos eram vendidos para uma SPE numa venda definitiva, a exposição do originador aos riscos e recompensas econômicos dos ativos não mudava. Mais ainda, os originadores voluntariamente socorreram (financeiramente) suas securitizações com problemas de performance, e, como resultado, retiveram o risco econômico dos ativos securitizados.

### **Guia de Princípio da Moody's para Determinar se o Risco foi Transferido**

Em um relatório anterior, a Moody's apresentou o seu "Guia de Princípio" para determinar se um originador transferiu risco numa securitização. Se o rating da securitização vendida a terceiros é mais baixo do que o rating atribuído às obrigações Seniores Não-Garantidas do originador, então o risco foi transferido. Inversamente se o rating for mais alto, é provável que uma porção significativa de risco não foi transferida.

Ou seja, se forem transferidos para terceiros mais recursos econômicos do que ativos de risco, então o perfil de risco do originador pode aumentar. Por exemplo, os melhores ativos de risco de um originador podem ter sido vendidos a uma SPE, deixando ativos mais arriscados, incluindo as tranches subordinadas de securitizações, para os credores



não garantidos (quirografários) do originador. Isto é análogo a uma companhia que está, com efeito, dando seus melhores ativos em garantia para empréstimos adicionais. Como resultado, dependendo da estrutura da transação, a posição dos credores quirografários do originador pode se deteriorar.

### ***O que Acontece com o Caixa Proveniente de uma Securitização ?***

Rastrear o uso do caixa proveniente da transação é um ponto de início para se avaliar o impacto de uma securitização sobre a condição financeira do originador bem como de seus respectivos credores quirografários. Como ilustração, vejamos os seguintes três cenários, todos eles considerando que o originador assume todo, ou quase todo, o risco da securitização através da retenção dos direitos subordinados:

#### **O caixa é investido em Títulos do Governo**

Neste cenário, o originador efetivamente trocou seus ativos securitizados por títulos do governo. Entretanto, pelo fato de haver retido quase todo o risco na securitização através dos papéis subordinados, o originador continua exposto ao mesmo nível de risco de antes da securitização. Sob a perspectiva dos credores seniores quirografários do originador, o perfil de risco efetivo do originador não mudou.

#### **O caixa é usado para reduzir dívida**

Similarmente ao primeiro cenário, o originador permanece exposto a praticamente o mesmo risco de crédito porque retêm os direitos subordinados. À primeira vista, uma redução na dívida é positiva para o perfil de risco do originador, mas efetivamente, um volume de dívida sênior não garantida foi substituída por dívida lastreada por um pool específico de ativos. Para aqueles credores do originador seniores e não-garantidos que forem pagos com os recursos da securitização, esta

situação é interessante. Porém, para aqueles credores de igual nível de subordinação, que permanecerem com o originador, haverá menos ativos disponíveis para protegê-los e, ao mesmo tempo, menos credores para absorver as perdas potenciais. Como resultado a severidade de perdas aumenta para eles.

### **O caixa é utilizado para originar novos ativos, os quais são securitizados**

Cada vez que novos ativos são securitizados, o originador retém a maior parte do risco da transação. Neste cenário, o volume de dívida mantido pelos credores seniores e não-garantidos do originador não se altera, mas estes credores ficam expostos a perdas mais concentradas derivadas do crescente número de pool de ativos securitizados. Como resultado, tais credores podem ter sua situação de risco piorada.

### ***Como a Moody's Incorpora as Transações de Securitização na Análise Financeira do Originador***

As securitizações tendem a complicar a análise do balanço financeiro porque, de maneira geral, ativos são removidos das demonstrações financeiras do originador preparadas sob o US GAAP enquanto a maior parte do risco dos ativos permanece com o originador. Entretanto, a análise de balanço permanece relevante na medida que alguns ajustes sejam feitos nos índices financeiros. Se uma securitização não consegue transferir risco de uma maneira significativa, os ativos securitizados e a dívida são trazidos de volta ao balanço do originador e diversos índices financeiros e de fluxo-de-caixa são ajustados de acordo. De fato, a Moody's enxerga a securitização como equivalente a um empréstimo colateralizado por garantias e relatado dentro do balanço financeiro.

Embora uma securitização possa ser encarada como um financiamento garantido para propósitos analíticos, sob a perspectiva dos investidores,

há importantes diferenças entre a securitização de dívidas e dívidas garantidas. Um credor que concede um empréstimo estruturado com garantias será envolvido nos procedimentos de falência. Um credor garantido está numa posição melhor do que um credor quirografário (não garantido) em termos de recuperação do crédito, mas provavelmente enfrentará o atraso decorrente da falência. Este não é o caso dos detentores de notas lastreadas por ativos de uma securitização, onde os ativos são vendidos para a SPE e legalmente isolados da falência do originador. Em adição, os ativos penhorados como colateral num empréstimo garantido podem não ser geradores de fluxo-de-caixa a ser usado para repagar os credores garantidos antes do default. O pagamento provavelmente virá da geração operacional de caixa do originador ao invés dos ativos em si. Entretanto, numa transação de securitização, os investidores são titulares somente do fluxo-de-caixa gerado pelos ativos securitizados. Eles não tem acesso a qualquer fluxo-de-caixa disponível aos credores quirografários do originador.

## Desenvolvimentos no Mercado de Securitização estão Forjando Mudanças

Nos últimos anos, o mercado de securitização tem se desenvolvido de um modo que hoje já se nota um potencial para transferência significativa de risco. O principal indutor desta mudança é a possibilidade dos originadores transferirem a terceiros parte do risco nas tranches subordinadas onde as perdas ficam concentradas. Isto pode ser feito de várias maneiras conforme mostrado a seguir:

### *Venda de Tranches Subordinadas e de Títulos de Margem de Juros Líquida*

#### *(Net Interest Margin (NIM) Bonds)*

O mercado de securitização vem amadurecendo assim como os investidores o compreendem. Isto significa que há interesse entre os investidores em comprar tranches subordinadas de securitizações, onde o risco está concentrado, em troca de maiores retornos. Do mesmo modo, alguns originadores de empréstimos garantidos por imóveis (home equity loans) e de financiamentos de casas pré-fabricadas estão monetizando os spreads excedentes em seus negócios através de NIM Bonds, transferindo parte dos elementos especulativos de suas operações para os investidores. Tradicionalmente, o spread excedente tem representado a exposição retida pelo emissor (originador) aos riscos de default e de pré-pagamento dos ativos-base.

### *Seguro e Resseguro*

Com a possibilidade das companhias de seguro precificar risco mais efetivamente, os originadores podem comprar seguros para cobrir riscos a preços mais razoáveis.

### *Derivativos de Crédito*

Originalmente desenvolvidos para transferir risco de crédito corporativo, os derivativos de crédito e estruturas sintéticas estão agora sendo desenvolvidas com propósitos de hedge em operações estruturadas com o objetivo de transferir risco.

Embora o uso destes métodos de transferência de risco não seja de fato uma novidade, a interpretação da transferência de risco está avançando um passo a mais: se o risco é transferido, então o Capital para suportá-lo pode ser re-allocado para outros usos na empresa. Esta questão — qual é o benefício, em nível de Capital, resultante da transferência de risco — vem sendo crescentemente colocada à Moody's. Em resposta, nós estamos desenvolvendo

uma metodologia para medir o potencial de benefício sobre o Capital se alguns dos riscos do originador forem "hedgeados" com sucesso e para avaliar o impacto sobre a condição financeira do originador e seus ratings.