
Cadernos ASLEGIS

ISSN 1677-9010 / www.aslegis.org.br

Securitização: desintermediação reduzindo custos

Luiz Humberto Cavalcante Veiga

1. INTRODUÇÃO

Aproveitando a oportunidade do aumento na oferta de crédito no País, este artigo pretende trazer uma apresentação didática da securitização, instrumento em fase de plena expansão no Brasil, assim como acontece com a captação de recursos na forma de emissão de debêntures, devendo, portanto, ser mais difundida a sua operacionalização.

Segundo a página da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na Internet, foram emitidas R\$ 18,2 bilhões em debêntures de janeiro a maio de 2005, quase o dobro dos R\$ 9,6 bilhões emitidos no ano de 2004. Aquela Autarquia divulga, ainda, a emissão de R\$ 1,88 bilhão em contas sênior¹ e R\$ 39 milhões em cotas subordinadas de fundos de direitos creditórios em 2005. Esses fundos são uma inovação no que se refere à securitização no Brasil, conforme será visto mais a frente.

Um dos pontos considerados de maior relevância para a ainda pouca utilização desse instrumento é o fato de os bancos conseguirem realizar captações com custos inferiores àquele pago pela União. A taxa média de captação de CDB das instituições financeiras foi, em maio de 2005, igual a 18,13%² a.a., comparados aos 19,61% a.a. paga pelo Governo. Ou seja, os bancos conseguem obter recursos mais baratos que o tomador mais sólido do País. Assim, como uma das principais motivações para a realização da securitização é a possibilidade de obter recursos pagando menores taxas, não há incentivo para procurar formas de captação mais baratas, uma vez que essas instituições já as possuem.

Outro fato que agrava a situação é a predominância dos bancos como provedores de crédito à economia. No Brasil, a participação de mercado das instituições do sistema bancário supera em muito aquela verificada nos Estados Unidos, onde somente 30% do crédito total é provido por bancos.

Ainda assim, a sugestão que é feita nesse artigo é a de que os formuladores de políticas e os gestores de instituições voltadas ao provimento de crédito para pequenas e médias empresas utilizem mais a securitização como forma de ampliar os instrumentos de captação³.

¹ A diferença entre cotas sênior e subordinadas será descrita mais adiante.

² Fonte: Página do Banco Central do Brasil na Internet consultada em 29/06/2005 às 20h.

³ Apesar de haver previsão legal no Estatuto da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte quando trata da Sociedade de Garantia Solidária.

2. O QUE É A SECURITIZAÇÃO

A prática dos participantes do mercado financeiro é a de utilizar termos em inglês no seu dia-a-dia. Não foi diferente no caso da operação em análise. Nesse caso, em vez de traduzir o termo, trocou-se o sufixo “*ation*” pelo “*ação*”. A tradução correta para a palavra “*securitization*” não seria a criação do neologismo securitização, mas sim, cartularização ou: “emissão de títulos” garantidos por ativos. De fato, o termo em inglês *securitization* significa a emissão de *securities* (títulos) cujo lastro são outros direitos (outros títulos de créditos, contratos de empréstimos, etc.). Apesar da solução encontrada pelo mercado ser mais simpática do ponto de vista estético, ela pode passar a idéia de “seguro”, coisa bem distinta do que realmente é.

Securitização é um processo através do qual ativos, normalmente de mesmas características, são agrupados e vendidos a uma empresa de propósito exclusivo, esta última, por sua vez, emite títulos garantidos por estes ativos e os lança no mercado como forma de obter os recursos necessários ao pagamento da compra.

Sob o ponto de vista prático, a securitização de ativos é o nome que se dá a uma cessão de créditos quando (1) o cessionário é uma sociedade anônima de objeto exclusivo⁴ e (2) os recursos que servem como *funding* são obtidos através da emissão de títulos garantidos pelos créditos cedidos.

A securitização pode ser praticada com vários objetivos. Dentre eles podemos citar:

- Transferência do risco de crédito para terceiros;
- Transformação de ativos de baixa liquidez em ativos (*funding*) líquidos;
- Gerenciamento de risco (*Risk Management*);
- Reestruturar a exposição dos ativos com relação a grandes concentrações individuais, geográficas e setoriais;
- Emissão de títulos como forma alternativa de captação (*funding*), buscando reduzir tanto o custo do dinheiro quanto a concentração de passivos;

⁴ Conforme denominação utilizada na Resolução 2.493/98. Em inglês é denominada Special Purpose Vehicle – SPV.

- Aumento da possibilidade de retorno sobre o patrimônio, em função da realocação de capital em ativos mais rentáveis;
- Redução do volume total de ativos considerados na ponderação de risco para enquadramento ou aumento do índice de capital (capital/ativos ponderados pelo risco) e
- Possibilidade de maior rentabilidade através do ganho sobre o *spread* correspondente à diferença dos juros pagos pelos tomadores e os juros pagos aos investidores (adquirentes dos títulos).

Os elementos envolvidos na securitização e seus papéis estão descritos abaixo:

(1) Originador (*Originator*): trata-se do banco, financeira, empresa de arrendamento mercantil ou outro que deu origem ao crédito, ou seja, quem realizou a operação com o cliente (tomador) final. É o originador quem detém o direito sobre o crédito e irá transferi-lo com a securitização. É o cedente dos créditos.

(2) Prestador de Serviço (*Servicer*): este pode ser o próprio originador. A atividade desenvolvida pelo prestador de serviço é o recebimento das parcelas devidas pelos mutuários e posterior transferência para os detentores do direito de recebê-las. Pela prestação de serviço é cobrada uma comissão.

(3) Sociedade Anônima de Objeto Exclusivo (*SPV Trust*): A SPV é uma empresa criada com o objetivo de “separar” os ativos da instituição cedente, de modo que em caso de descontinuidade desta cedente, os ativos estejam protegidos. A SPV é quem vai emitir os títulos (*securities*) garantidos pelos ativos – ABS (*Asset-Backed Securities*) e vendê-los aos investidores.

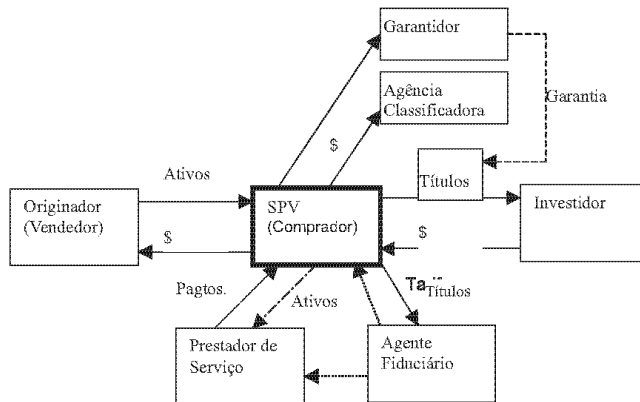
(4) Agente Fiduciário (*Trustee*): o agente fiduciário exerce a fiscalização da realização do fluxo de caixa da Sociedade Anônima de Objeto Exclusivo. Sua função básica é proteger os interesses dos investidores.

(5) Garantidor (*Guarantor*): garante os títulos emitidos pela Sociedade Anônima de Objeto Exclusivo mediante cobrança de comissão.

(6) **Agência de Classificação (Rating Agency):** classifica o título para que este possa ser negociado no mercado.

(7) **Investidor:** aquele que compra os títulos emitidos pela SPV.

Figura 1 - Fluxo de Recursos, Ativos e Serviços na Securitização



Uma instituição financeira pode atuar simultaneamente como um ou mais elementos citados no parágrafo anterior. O ponto de partida para a análise dos riscos nos quais a instituição está envolvida encontra-se na definição de qual(is) papel(éis) ela está exercendo.

3. RISCOS

Exercendo o papel de cedente (originador ou vendedor), com relação ao risco de crédito, a securitização pode representar três situações para a instituição vendedora dos ativos: (1) transferência completa do risco, (2) nenhuma transferência ou (3) transferência parcial do risco.

Para haver uma transferência completa do risco, a venda dos ativos deve ser feita de modo a que a instituição :

a) Consiga dissociar-se por completo dos ativos, evitando até mesmo a atuação como prestador de serviços. A melhor forma para a transferência completa do risco seria pela novação dos contratos, ou seja, no momento da venda, todos os contratos seriam refeitos com o comprador dos créditos. A novação, entretanto, é a forma mais trabalhosa e às vezes inviável para se estruturar um processo de venda de ativos.

b) Nos casos em que não haja novação, o vendedor não deve possuir haveres residuais sobre o empréstimo. Além disto, o comprador não pode possuir nenhum direito de regresso contra o vendedor em caso de perda. O vendedor, contudo, pode manter opção de compra deste ativo, desde que o mesmo esteja mantendo-se em condições normais de pagamento. A melhor forma para que esta dissociação fique clara é o estabelecimento de termos no contrato que ressaltem que (1) o vendedor não possui nenhuma obrigação de recompra dos créditos cedidos e (2) o comprador tem a mais perfeita ciência de que o vendedor está totalmente desobrigado.

I – Riscos para o Vendedor: Não havendo a perfeita separação, o vendedor poderá estar sujeito a uma série de outros riscos, dentre os quais destacam-se:

1) **Risco Legal:** Este risco é um dos que deve ser explorado logo quando é iniciado o processo de “agrupamento” das operações para venda. Neste momento já existe o risco de que sejam agrupados ativos cujos contratos (1) não prevejam em sua cláusulas a transferência ou cessão para terceiros ou (2) exijam a amênia do devedor para a realização da transferência ou cessão. Outra situação que está relacionada a este risco é a interpretação jurídica do contrato, que pode ocasionar o retorno de mais créditos para o vendedor do que o estipulado na venda.

2) **Risco Operacional:** Atuando como prestador de serviços, ou agente de serviços, a instituição está exposta a riscos de processos, rotinas e fraudes que poderão ocasionar futuros passivos.

3) **Risco de Reputação:** A venda dos ativos exporá ainda mais a política de crédito da instituição, ressaltando a sua competência ou sua debilidade em função do resultado que aqueles ativos vierem a apresentar.

A inadimplência da carteira será o indicador mais utilizado pelo mercado para avaliar a competência da instituição. Além de dificultar a realização de novas operações de securitização, poderá afetar outros negócios. Nestes casos, há a tendência de evitar este mau desempenho pela recompra de créditos além do previamente estabelecido, levando a instituição a incorrer em novos riscos como o de liquidez.

4) Risco de Liquidez: A instituição deve estar bem preparada para receber os créditos que se comprometeu a recomprar. Assim, caso não sejam feitas as reservas necessárias, a recompra poderá causar impacto no caixa da instituição. Outro caso que deve ser analisado é o retorno de operações rotativas. Nestas operações, a transferência é feita por um determinado período de tempo. Encerrado este período, a operação retorna ao vendedor (operações com cartões de crédito, cheque especial, etc.) demandando imediata cobertura de recursos.

5) Risco de Mercado : Ao transferir as operações de crédito, a instituição financeira estará trocando fluxos futuros estabelecidos em certas taxas (espera-se que estejam de acordo com o perfil de passivos), por um ingresso imediato de recursos. Uma boa gerência de risco exige que, neste momento, a instituição seja capaz de avaliar a sua exposição às taxas de juros com vistas à satisfação dos passivos exigíveis no futuro.

II – Riscos para o Investidor: Exercendo o papel de investidor através da aquisição dos papéis de uma SPV, podemos destacar, dentre outros, os seguintes riscos:

1) Risco de Concentração: O investidor deverá observar o grau de concentração dos ativos que servem de lastro para os papéis. Uma vez que é possível vender créditos de grande valor individual e pequena quantidade (concentrados), o comprador do papel deve analisar o risco de concentração da carteira quando se adquire o papel da SPV tomando como base não apenas a SPV, mas também a composição dos ativos que servem como lastro para o papel.

2) Risco Legal: Quando um crédito que compõe a carteira da SPV não possua cláusula na qual o devedor outorgue ao credor o direito de ceder referido crédito, caso o devedor venha a não honrar a operação,

a SPV estará impossibilitada de cobrá-lo, ocasionando a volta deste ativo às mãos do cedente. Neste caso, o risco volta a ser o do originador do crédito, que é justamente o que se tenta evitar.

3) Risco Operacional: O prestador de serviço externo à SPV apresenta vários riscos operacionais, porém, quando esta prestação de serviços é feita por uma instituição financeira que mantinha relacionamento com o devedor, a associação entre os créditos é muito grande e, em caso de quebra da instituição, até que o processo de restabelecimento das operações normais de cobrança aconteça, haverá quebra no fluxo de fundos desta instituição para a SPV, podendo provocar uma situação de falta de liquidez.

4. ASSET-BACKED SECURITIES

Asset-Backed Securities *ABS* poderiam ser chamados, no Brasil, de Debêntures com Lastro em Ativos (crédito). Estas debêntures, nos Estados Unidos, têm como lastro contratos de *leasing*, financiamentos de automóveis, dívidas de cartões de crédito, hipotecas comerciais, dentre outros. Tradicionalmente, a securitização das primeiras hipotecas residenciais são chamadas de *MBS* *Mortgage-Backed Securities*. Outras formas de debêntures com este mesmo perfil são as *Asset-Backed Commercial Papers*, que consistem, logicamente, nas debêntures com lastro em *commercial paper*.

No mercado norte-americano, os adquirentes primários das debêntures com lastro em ativos são as Seguradoras e Fundos de Pensão. Esses investidores institucionais adquirem os papéis em busca de bons retornos com qualidade de crédito superior. As emissões são rapidamente absorvidas pelo mercado. Os bancos normalmente não são ativos compradores destas debêntures.

Os papéis pagam, em média, entre 0,5 e 3,0% de *spread* sobre os títulos do tesouro americano, quando fixos, ou 0,15% sobre a LIBOR mensal, quando flutuantes. A remuneração reflete o ativo que está sendo utilizado como lastro. O *spread* reflete, também, a qualidade de crédito do título, normalmente representada por garantias adicionais e instrumentos de liquidez proporcionadas pelo banco⁵ (originador).

⁵ Estes instrumentos de liquidez expõem ainda mais a instituição cedente.

Para obterem maior classificação para os ABS pelas Agências de Classificação, as instituições americanas normalmente transferem os seus melhores ativos para a SPV. Além disso, fornecem reforços de crédito, ou seja, aceitam a coobrigação dos créditos até determinado percentual.

5. GARANTIAS PRESTADAS NA SECURITIZAÇÃO

Várias são as formas de garantia prestadas pela instituição vendedora (ou apenas seguradora) à SPV. Estas formas podem aparecer isoladas ou combinadas com outras. Dentre as mais praticadas destacamos:

a) Caução de Ativos (*Over-collateralization*): Excesso de garantia proporcionado pela entrega de mais ativos de crédito à SPV do que o valor realmente vendido, ou seja, mais recebíveis são passados para a SPV.

b) Conta de Caução (*Cash Collateral Account – CCA*): Conta de caução em que é feito depósito em benefício dos portadores dos títulos emitidos pela SPV. O valor do depósito⁶ é igual à garantia proporcionada pelo vendedor e calculada como um percentual do total dos ativos cedidos (coobrigação). Este depósito, que na realidade representa uma redução no valor líquido⁷ a receber da venda, pertence ao vendedor dos créditos, mas está subordinado ao pagamento dos valores devidos ao beneficiário dos títulos.

c) Títulos Subordinados: Os títulos são lançados em duas classes (ou mais) sendo uma *senior* e a outra subordinada. Esta última só irá proporcionar o pagamento de juros e principal caso a *senior* tenha recebido os juros e principal devidos. O percentual de garantia pode ser

⁶ Este depósito pode ser aplicado no mercado em títulos de curto prazo, de forma a garantir, além da remuneração ao depósito, a liquidez necessária a honrar o fluxo de caixa prometido aos investidores.

⁷ Se a venda dos ativos representou um valor de 100 e acertou-se um depósito de 15, tanto faz o banco vendedor receber 100 e depositar 15 quanto receber apenas 85 (100-15). Estes 15 não representam um custo da operação, uma vez que os 100 já estão líquidos de custos, mas uma garantia para perdas futuras (coobrigação).

calculado em função da proporção⁸ entre as subordinadas e o total de ativos da SPV.

d) Conta de *Spread* (*Spread Account*): Conta que recebe a diferença entre os juros pagos ao possuidor dos títulos e os juros recebidos pelos ativos vendidos. Desta diferença são deduzidas, ainda, as taxas de prestação de serviço de cobrança, remunerações de Agente fiduciário, e demais tarifas. Esta conta é resultado de um tipo de venda de ativos em que o vendedor continua participando do *spread* da operação inicial. Nesta situação, em vez de receber os recursos, estes podem ficar retidos em uma conta caucionada de forma a proporcionar a garantia necessária aos investidores da SPV. O valor depositado nesta conta pode ser transferido para a instituição vendedora a partir do momento que ultrapasse o valor da garantia.

e) Participação Acionária na SPV: Uma vez que os acionistas só estão autorizados a resgatar seu capital após a liquidação da empresa, este capital fornece proteção adicional aos credores da SPV (investidores).

f) Acordos de Recompra (*recourse*): Acordos firmados entre o originador e a SPV, garantindo a esta última a recompra, até determinado volume, dos ativos que não forem realizados.

Quando a instituição cedente opta por uma (ou várias) forma de garantia diferente do direito de regresso, este não poderá ser exercido. O contrato de securitização já deve prever a forma de garantia que será fornecida pela instituição.

⁸ Exemplo: Se o total da emissão for R\$100,00 sendo R\$95,00 classe *senior* e R\$5,00 a classe subordinada a garantia é de 5%.

Figura 3 – Estrutura de Absorção de Perdas da SPV

