



FUNDO DE RECEBÍVEIS

Securitização de recebíveis tem sido uma das formas de financiamento que mais tem crescido nos mercados de capitais em todo o mundo. No Brasil, a partir de 1997 (apesar da realização de algumas operações anteriores), diversas companhias se utilizaram da securitização como parte de sua estratégia de financiamento, principalmente empresas exportadoras, onde os direitos creditórios oriundos dos contratos de exportação foram segregados em uma offshore e seus fluxos de recebimentos direcionados aos investidores detentores dos bonds emitidos pela offshore.

No mercado interno, a securitização também vem sendo utilizada, mas em volumes bastante inferiores, se comparada às emissões de recebíveis futuros de exportação distribuídas no mercado internacional, principalmente , EUA e Europa. Para que a securitização se desenvolva em nosso país, é necessário a existência de alguns aspectos fundamentais, tais como:

- ◆ *Ambiente Regulatório;*
- ◆ *Aspectos tributários e fiscais;*
- ◆ *Elevados volumes de ativos disponíveis;*
- ◆ *Incentivos ao originador; e,*
- ◆ *Incremento da base de investidores.*

O Governo tem se empenhado no aperfeiçoamento deste mercado, através de regulamentações específicas, dentre as quais citamos (i) a Lei nº 9.514 de 20.11.97, fixando as regras básicas para a securitização de recebíveis imobiliários, instituindo as “companhias securitizadoras de créditos imobiliários”, os “Certificados de Recebíveis Imobiliários”, o regime fiduciário para recebíveis imobiliários, permitindo a total e efetiva segregação de operações e a alienação fiduciária de bens imóveis; (ii) a Resolução nº 2.493 de 07.05.98, que regulamenta a cessão de direitos creditórios oriundos de operações financeiras à companhias de objeto exclusivo – SPC, denominadas “Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros”, e mais recentemente (iii) a Resolução 2.907 de 29.11.2001, criando os “Fundos de Investimento em Direitos Creditórios”(FIDC) e os “Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios” (FICFIDC).

A partir da criação deste novo produto, popularmente conhecido por “Fundo de Recebíveis”, a securitização de ativos torna-se um processo mais simples, e menos oneroso para as companhia originadoras, constituindo-se , também, em uma excelente oportunidade para os investidores.

A Pentágono S.A. DTVM vem atuando ativamente em operações de securitização de recebíveis no mercado doméstico, tendo participado, seja como estruturador ou agente fiduciário, das principais emissões de debêntures estruturadas. Com a mesma diligência que tem se empenhado no acompanhamento, fiscalização e na aplicação de medidas estipuladas nas escrituras de emissão de debêntures, no exercício da função de agente fiduciário, a Pentágono S.A. DTVM acredita que poderá ter uma atuação destacada como administradora/gestora de Fundos de Recebíveis.

Nosso site – www.pentagonotrustee.com.br - contém informações atualizadas sobre as diversas emissões de debêntures onde atuamos como agente fiduciário, tais como as escrituras de emissão, aditamentos, preços unitários, relatórios anuais, e demais informações relativas às emissões. Além destas informações, inserimos as principais regulamentações pertinentes à este mercado, bem como histórico das operações inovadoras que foram estruturadas pela Pentágono S.A. DTVM

INTRODUÇÃO

A securitização teve sua origem no mercado imobiliário americano, quando em 1970, a “Government National Mortgage Association (GNMA ou GINNIE MAE) desenvolveu o primeiro “pass-through certificate”. Mais tarde, já na metade dos anos 80, a Sperry Lease Corporation securitizou contratos de leasing de computadores, e a partir daí o mercado de bonds, presenciou a introdução de diversas operações estruturadas nas quais o risco de crédito da emissão não era mais baseada no risco de crédito do emissor, ou mais precisamente do “patrocinador” da emissão.

Tais títulos foram estruturados de forma que o lastro era representado por pools de recebíveis, originados por operações de empréstimos, sendo que o fluxo de caixa dos títulos espelhava o fluxo de caixa dos recebíveis. Este tipo de estrutura ficou conhecida como “Asset-Backed Securities ” ou simplesmente “ABS”.

Com uma grande disponibilidade de informações precisas a respeito de milhares de ativos financeiros, individualmente, e de seu comportamento dentro de um pool de ativos financeiros, qualquer companhia que detém tais ativos financeiros poderá isolá-los em operações estruturadas que os tornem “self-financing”. Estas informações permitem que o mercado determine mais precisamente como estes ativos se comportam, podendo precificá-los, securitizá-los, e enfim, negociá-los no mercado secundário, agregando-os valor e liquidez. Como resultado, a relação risco/retorno requisitada pelo mercado para o financiamento dos ativos financeiros deverá ser bem mais vantajosa pela ótica do tomador, do que aquela que seria demandada pelos investidores para financiar a companhia como um todo, onde grandes incertezas gera maior risco, pela possibilidade de maiores erros.

A segregação entre o risco dos recebíveis e o risco do originador (geralmente com maior nível de risco) induzirá os investidores a financiarem tais recebíveis a um custo muito menor. Um ativo lastreado por recebíveis com bom risco de crédito pode inclusive ser negociado com investidores que normalmente não investiriam em títulos emitidos diretamente pelo originador.

Finalmente, como o fundamento da securitização gira em torno do isolamento entre os recebíveis gerados e o originador dos mesmos, no coração de cada uma dessas transações, estará a natureza peculiar dos ativos a serem securitizados.

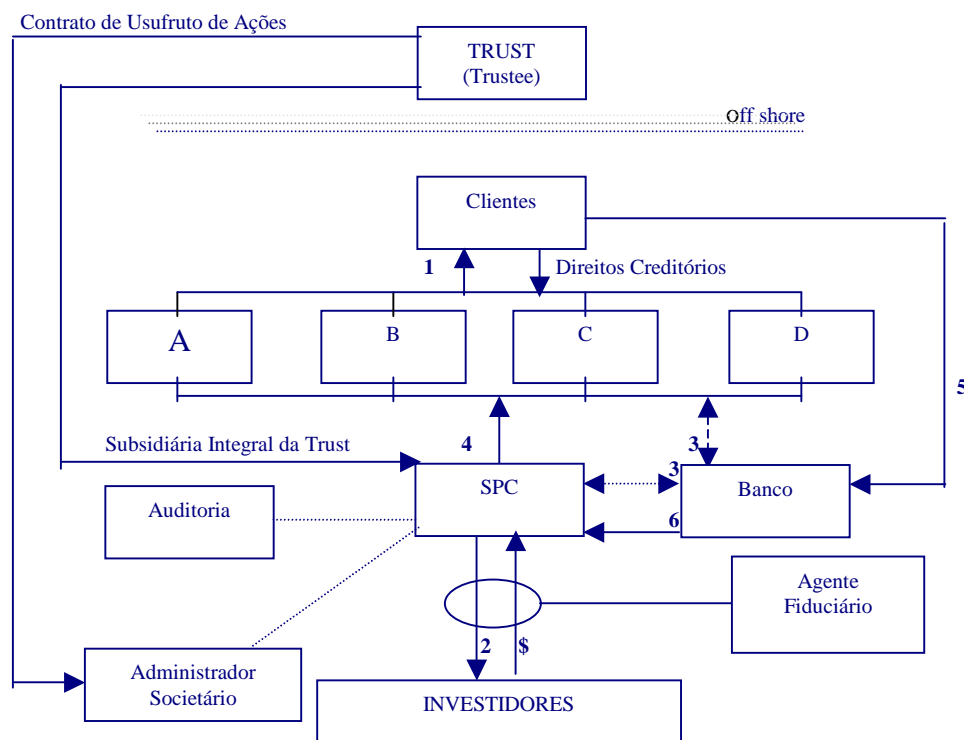
SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

O processo de securitização e venda de ativos, envolve muitas etapas importantes e que devem ser respeitadas para que se obtenha o melhor nível de risco possível. A estrutura utilizada está diretamente ligada ao risco final do ativo, ou seja, quanto mais estruturada for a operação (em termos de segregação de risco), melhor será o nível de risco do título, e conseqüentemente, menor será o retorno exigido pelos investidores.

No Brasil, as operações estruturadas que tem conseguido atingir níveis baixo de risco, seguem algumas etapas que podem ser assim divididas (considerando uma emissão pública de debêntures): (i) contratação do coordenador Líder da operação; (ii) análise do banco de dados e do histórico da carteira de recebíveis do originador, realizada por empresa de auditoria independente, (iii) seleção do pool de recebíveis e definição dos critérios de elegibilidade; (iv) definição das principais características das debêntures a serem emitidas, tendo em vista o fluxo de caixa originado pelos recebíveis e a constituição da conta de reserva para assegurar o pronto pagamento dos juros e/ou amortização, em suas respectivas datas; (v) constituição de uma “Trust” offshore (normalmente nas Ilhas Cayman), onde exista uma regulamentação específica sobre Trust, e a contratação de um trustee; (vi) constituição de uma SPC no Brasil, subsidiária integral da Trust;

(vii) contratação de uma empresa responsável pelo cumprimento das obrigações legais, financeiras, administrativas e societárias da SPC; (viii) contratação de auditor independente que deverá elaborar as informações trimestrais e anuais da SPC; (ix) contratação do Banco (Servicer), responsável pela cobrança e controle do fluxo de recebimento dos direitos creditórios, assim como pela custódia dos contratos, valores e demais documentos pertinentes; (x) contratação de uma ou mais empresas classificadora de risco (Ratings); e (xi) registro da emissão junto à Comissão de Valores Mobiliários.

Desenho esquemático de uma securitização através de uma SPC



- (1) As Originadoras (A, B, C e D) realizam operações a prazo com seus Clientes, gerando Direitos Creditórios;
- (2) Para obter recursos para aquisição dos Direitos Creditórios, a SPC emite as Debêntures;
- (3) Nos termos do Contrato de Cessão, as Originadoras oferecem à cessão para a SPC os Direitos Creditórios. Os contratos ou duplicatas, representativas dos Direitos Creditórios são enviadas pelas Originadoras, por meio eletrônico, diretamente ao Banco, para que este verifique o atendimento, pelos Direitos Creditórios, das Condições de Elegibilidade e dos Critérios de Elegibilidade, previamente definidos. Verificado e constatado, pelo Banco, o atendimento, pelos Direitos Creditórios, das Condições de Elegibilidade, o Banco envia à SPC e às Originadoras um relatório de cessão, informando quais Direitos Creditórios Elegíveis estão sendo adquiridos;
- (4) Recebido os relatórios de cessão, a SPC efetua, nos termos do Contrato de Cessão, o pagamento do Preço de Aquisição dos Direitos Creditórios Elegíveis;

- (5) Na data de vencimento dos Direitos Creditórios Elegíveis, os Clientes realizam o pagamento por meio da rede bancária;
- (6) O Banco repassa os recursos oriundos do pagamento dos Direitos Creditórios Elegíveis para a SPC.

Naquelas operações revolventes, com cessões sucessivas, na medida em que os Direitos Creditórios Elegíveis são pagos pelos Clientes, os recursos decorrentes desse pagamento são, observada a ordem de alocação de recursos estabelecida na Escritura de Emissão, empregados na aquisição, pela SPC, de novos Direitos Creditórios Elegíveis, procedimento que se repete até a data de repactuação, amortização ou de vencimento das Debêntures, quando os recursos obtidos com a realização dos Direitos Creditórios Elegíveis adquiridos pela SPC são utilizados para o pagamento das Debêntures, nos termos da Escritura de Emissão. Nas operações onde os direitos creditórios são originados por contrato de longo prazo (e.g. Compra e Venda de Imóveis), na medida em que os Direitos Creditórios são pagos, as debêntures vão sendo automaticamente amortizadas.

O trabalho de auditoria é de extrema relevância quando da definição dos critérios de elegibilidade e seleção dos direitos creditórios. O auditor independente deverá analisar o banco de dados, histórico e o comportamento dos direitos creditórios e da carteira de direitos creditórios do originador, assim como avaliar o controle, a cobrança, e as corretas formalizações contratuais. Ao longo da emissão, a auditoria deverá checar periodicamente, se os prestadores de serviços estão realizando seus trabalhos dentro do que foi estabelecido contratualmente.

A Chemical Trust S.A. realizou em junho de 2001 uma operação de debêntures (CHTR12), ainda em circulação, em conformidade com a estrutura acima apresentada. Esta operação foi idealizada pela Pentágono S.A. DTVM, e estruturada em conjunto com o Banco Santander S.A., que, posteriormente realizou sua distribuição. A emissão recebeu os melhores ratings já dados pela SR Ratings e pela Moody's no Brasil. A Pentágono S.A. DTVM também atua como agente fiduciário desta emissão.

Existem modelos mais brandos de operações estruturadas realizadas no mercado interno, onde a SPC é uma subsidiária integral da originadora, em substituição a criação de um trust offshore. Neste caso, todas as obrigações legais, financeiras, societárias e administrativas são realizadas pela originadora. Os direitos creditórios são cedidos à SPC e os recursos oriundos são destinados diretamente ao pagamento das debêntures. A TRK Trust S.A., subsidiária integral da TRIKEM S.A., possui em circulação R\$ 35 milhões de debêntures (TRKB11), garantidas pelo fluxo de caixa gerado a medida em que os direitos creditórios cedidos a SPC vão sendo liquidados. A Pentágono S.A. DTVM idealizou e estruturou esta operação, que foi, posteriormente distribuída no mercado interno pelo Unibanco S.A.. Esta emissão recebeu uma classificação de risco três níveis acima da classificação dada à originadora dos recebíveis.

Uma outra forma mais simples é aquela onde a própria originadora emite as debêntures, sendo elas garantidas por penhor de direitos creditórios, e cujo fluxo de recebimento é direcionado a uma conta vinculada controlada pelo agente fiduciário. A Petroflex Indústria e Comércio S.A. possui em circulação R\$ 60 milhões em debêntures (PEFX13), garantidas por penhor de direitos creditórios oriundos do fornecimento de matéria prima para seus clientes. Os recursos gerados pelos recebíveis são direcionados a uma conta vinculada e podem ser bloqueados pelo agente fiduciário, em caso de inadimplemento da emissora. Devido a esta estrutura, a emissão de debêntures recebeu a mesma classificação de risco da emissora. A Pentágono atua como agente fiduciário desta emissão.

FUNDO DE RECEBÍVEIS

Em 29.11.2001, foi editada a Resolução 2.907, criando os “Fundos de Investimento em Direitos Creditórios”(FIDC) e os “Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios” (FICFIDC). Em seguida, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, tendo em vista regulamentar sua constituição e funcionamento, baixou em 07.12.2001 a Instrução nº 356.

Os Fundos de Recebíveis podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado. No condomínio aberto, as aplicações ou resgates podem ser efetuados a qualquer momento, em conformidade com o regulamento do fundo. No condomínio fechado, as aplicações somente podem ser realizadas dentro de um cronograma a ser determinado no regulamento do fundo, e o seu resgate, quando do término do prazo e liquidação do fundo, podendo ocorrer, desde que disposto no regulamento do fundo, amortizações programadas ou eventuais.

A subscrição das cotas de fundos fechados deve ser realizada através de distribuição pública, com a contratação de uma instituição financeira integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, que conduzirá o processo de registro de distribuição junto à CVM (com procedimentos bem semelhantes a de um registro de emissão pública de debêntures), e a posterior colocação das cotas no mercado. Essas cotas podem ser negociadas no mercado de balcão ou em bolsa de valores, podendo ser adquiridas apenas pelos seguintes investidores qualificados:

- ◆ *Entidades de Previdência Privada;*
- ◆ *Instituições Financeiras;*
- ◆ *Seguradoras;*
- ◆ *Fundos de Investimentos;*
- ◆ *Sociedades de Capitalização;*
- ◆ *Pessoas Jurídicas não Financeiras, com patrimônio líquido superior a R\$ 5 milhões; e,*
- ◆ *Carteiras de valores mobiliários administradas, discricionariamente, por administrador autorizado pela CVM, com patrimônio líquido superior a R\$ 500 mil.*

É permitido ao Fundo de Recebíveis, a emissão de cotas com classificações de risco distintas:

- Cotas Seniores: são aquelas que possuem prioridade no recebimento em relação às cotas subordinadas, quando da amortização ou resgate (liquidação), e devem ter apenas uma única classe, ou seja, todas com as mesmas características; e,
- Cotas Subordinadas: são aquelas que subordinam-se às cotas seniores, podendo ter diversas classes de cotas, com características e prioridades distintas entre elas, admitindo-se ainda, a aplicação, a amortização e o resgate em direitos creditórios elegíveis.

Os recursos obtidos através da distribuição das cotas deverão ser, necessariamente, aplicados em direitos creditórios e/ou títulos representativos destes direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, respeitados os seguintes critérios de concentração:

- I- Mínimo de 50% aplicados em direitos creditórios, podendo o restante ser aplicado em outros ativos;

II- Direitos creditórios contra uma mesma pessoa física ou jurídica, não podem exceder 10% do Patrimônio Líquido do fundo;

III- Direitos creditórios contra uma mesma instituição financeira não podem exceder 20% do Patrimônio Líquido do fundo;

Todos os limites acima podem ser extrapolados caso haja disposição específica no regulamento do fundo, sendo que os fundos ou seus ativos devem ser classificados por agência classificadora de risco em funcionamento no país.

No caso de cessão de créditos por instituições financeiras, alguns aspectos devem ser observados: (i) as instituições cedentes somente poderão subscrever cotas subordinadas, podendo ainda, reter risco por meio de coobrigação ou recompra, devendo, o administrador do Fundo, em qualquer destas hipóteses, informar a Central de Risco de Crédito, de acordo com o estipulado na Resolução nº 2.724/00; e, (ii) deverão ser realizada em conformidade com as disposições da Resolução nº 2.686/00

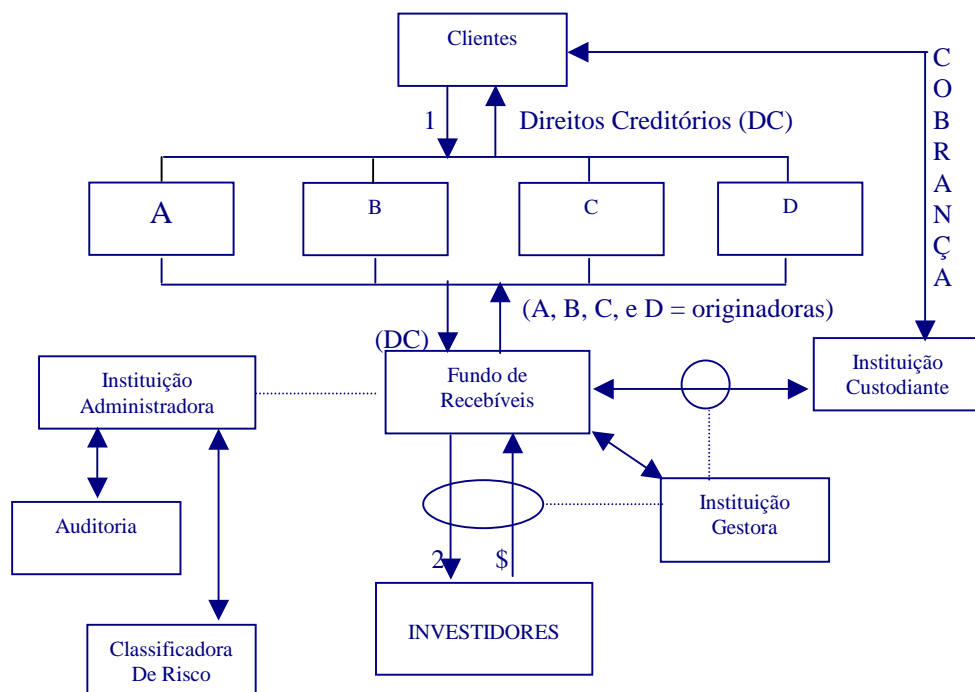
Do regulamento do fundo devem constar informações detalhadas sobre os procedimentos e operacionalização do fundo, os direitos e obrigações do administrador, dos cotistas, e dos demais prestadores de serviços. O fundo deve ter pelo menos as seguintes informações: (i) a política de investimentos dos recursos, e o estabelecimento de critérios de elegibilidade dos direitos creditórios, sua origem e natureza; (ii) detalhamento do processo de originação e aquisição dos direitos creditórios; (iii) os tipos de cotas, suas características, direitos e obrigações, determinando de forma clara suas prioridades e condições de pagamento; (iv) quais os mecanismos de cobrança dos direitos creditórios, e em caso de inadimplemento, quais os procedimentos de protesto e execução, e ainda, a forma de custeio destas despesas; (v) que as aplicações do fundo não contam com a garantia da instituição administradora ou do FGC; e, (vi) a taxa de desempenho ou performance.

Os direitos creditórios e demais ativos do fundo devem ser custodiados, registrados e/ou mantidos em conta de depósito no SELIC, sistema de registro ou liquidação de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou em instituições autorizadas à prestação destes serviços. O custodiante, além daquela responsabilidade de custodiar, administrar, cobrar e guardar todos os documentos relativos aos direitos creditórios, deverá estabelecer rotinas e procedimentos, para que, diariamente, o administrador e o gestor tenham acesso a todas as informações necessárias ao controle e gerenciamento do fundo. Deve ainda, receber e analisar toda a documentação que evidencie o lastro dos direitos creditórios, e posteriormente, selecionando aqueles direitos creditórios elegíveis para aquisição pelo Fundo, realizando sua liquidação física e financeira.

A administração do Fundo de Recebíveis deve ser exercida por instituição financeira, com poderes para praticar todos os atos necessários à sua administração, devendo registrar os condôminos, contratar empresa de auditoria para elaborar demonstrações trimestrais, assim como a avaliação do risco do fundo ou de seus ativos, elaborada por uma ou mais empresas classificadora de risco, sendo vedado ao administrador, entretanto, a prestação de garantia nas operações praticadas pelo fundo, o aporte de recursos (exceto através da aquisição de cotas), prometer rendimentos predeterminados, e efetuar locação, empréstimo, penhor, ou caução dos ativos integrantes da carteira do fundo.

O papel do gestor do fundo é o de proteger os interesses dos cotistas e gerenciar o fluxo de caixa do fundo diariamente, além de fiscalizar os demais prestadores de serviços. No caso de inadimplemento, deverá convocar assembleia de cotistas e tomar as medidas judiciais cabíveis, sempre em atendimento ao estipulado no regulamento do fundo.

Desenho esquemático de uma securitização através do fundo de securitização



Na verdade, o Fundo de Recebíveis deverá funcionar como uma SPC, distribuindo cotas através do mercado de capitais, e posteriormente, adquirindo direitos creditórios elegíveis. A carteira do Fundo poderá ser constituída por recebíveis revolventes e/ou estáticos, e o risco inerente a cada tipo de cota (sênior ou subordinada) e classe (nível de subordinação entre as várias classes de cotas subordinadas), deverá levar em conta (i) os diversos níveis de subordinação entre as cotas, (ii) o correto dimensionamento do fundo de reserva e demais dispositivos de liquidez, (iii) a forma do fundo – aberto ou fechado, (iv) o hedge das taxas, no sentido de equalizar as diversas taxas embutidas nos créditos e a taxa que se deseja “carregar” no fundo, assim como (v) o prazo para realização das aplicações, amortizações e resgates.

Além de ter simplificado todo o processo envolvendo a securitização de ativos, no tocante à dispensa de constituição da trust offshore e da SPC (Brasileira), assim como, da contratação de um administrador societário, não incidem sobre o Fundo de Recebíveis os seguintes tributos: (i) PIS; (ii) Cofins; (iii) CPMF; (iv) IRPJ; (v) CSSL; e, (vi) IRRF.

Para os cotistas, o Imposto de Renda – IR incide na fonte, a alíquota de 20%, sendo que, nos fundos abertos, ele é apurado e pago mensalmente, sobre a valorização da cota em relação ao mês anterior. Nos fundos fechados, ele é pago somente quando da amortização ou resgate da cota, e apurado sobre a diferença positiva, se houver, entre o valor de resgate e da aplicação. No caso do IOF sobre as cotas, há incidência na amortização ou resgate caso ocorra em prazo inferior a 30 dias da data da aplicação.

Já em relação a cessão dos direitos creditórios, nos casos onde as originadoras não são coobrigadas, caracterizando uma operação de venda de ativos sem previsão de retrocessão (“true sale”), não há incidência de IOF, já naqueles casos onde as originadoras são coobrigadas, é discutível a possibilidade ou não de sua incidência, tendo em vista o caráter de “empréstimo” da operação e não de venda final.

CONCLUSÃO

Em países onde não haviam leis regulamentando todos os processos envolvidos em uma securitização, como a previsão de “Bankruptcy remote” de companhias de propósito específico, aspectos tributários, transferência de ativos e de suas garantias, foi necessário a criação de medidas que pudessem viabilizar essas operação. Seguindo o modelo Espanhol, que criou em 1998 os “Fondos de Titulización” (mesma medida adotou a França), o Bacen, juntamente com a CVM, criou os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FICFIDC).

Todos os demais mecanismos inseridos numa emissão de debêntures, tais como fundo de reserva, amortizações parciais ou programadas, vencimento (resgate) antecipado, alocação de recursos, podem e devem ser inseridos no regulamento do Fundo.

Para o originador, o fundo proporciona oportunidade única de diversificação, através de operações off-balance sheet, a custos inferiores aos tradicionalmente cobrados nas operações de empréstimos, além de um gerenciamento de caixa muito mais simples. Para o investidor, a oportunidade de aplicar recursos em ativos de excelente rentabilidade (apesar de não ser permitido ao fundo garantir rentabilidade futura), com um risco de crédito simples de ser avaliado, e com um fluxo de caixa previsível e flexível.