

INTRODUÇÃO

A securitização de ativos consiste na emissão de valores mobiliários (ou títulos de crédito) lastreados por um *pool* (conjunto) de ativos (carteira de recebíveis) ou mesmo em um contrato específico.

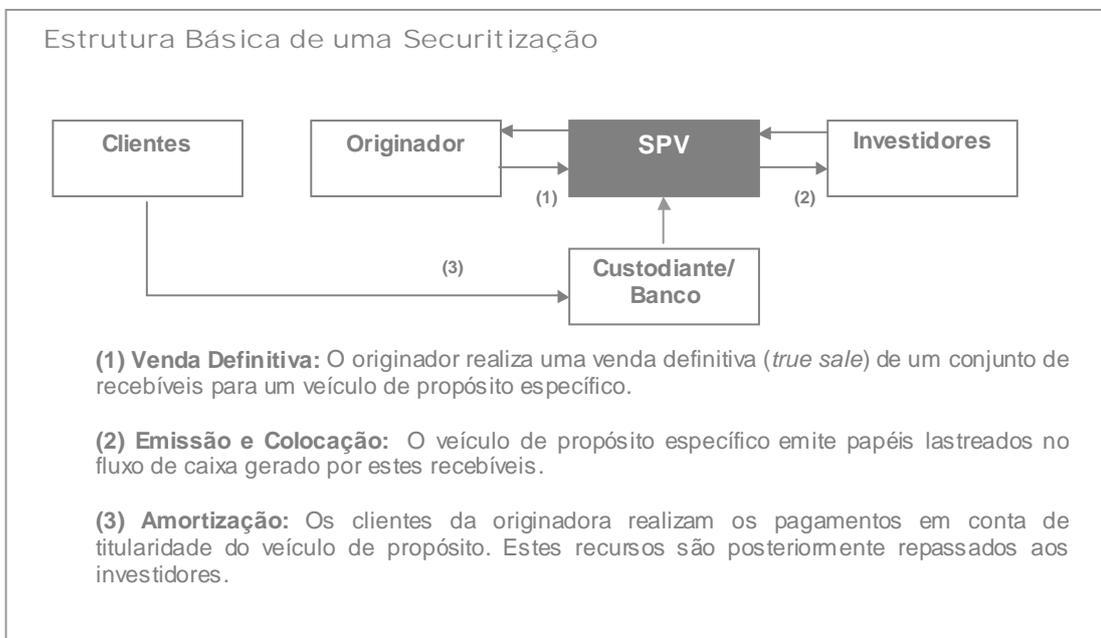
Uma operação de securitização caracteriza-se, em linhas gerais, pela completa segregação do risco de crédito do originador, por meio da venda definitiva do conjunto de recebíveis ou do contrato específico para um veículo de propósito específico (*Special Purpose Vehicle*), figura legal remotamente sujeita a falência, o qual emite o valor mobiliário, realizando o repagamento aos investidores com os fluxos de caixa futuros gerados por esses créditos. Portanto, a securitização é uma estrutura de captação de recursos vinculada quase que exclusivamente à qualidade dos ativos-lastro e à capacidade de geração de receitas por esses.

Os ativos de securitização encontram-se divididos em dois grandes grupos: *Asset Backed Securities* (ABS) e *Mortgage Backed Securities* (MBS).

Os ABS contemplam os mais variados tipos de ativos como lastro (recebíveis de cartões de crédito, recebíveis de operações de financiamento, recebíveis comerciais, entre outros), tendo como emissores no um *trust* ou uma *SPC* (*Special Purpose Company*).

Os MBS são um tipo específico de ABS, lastreados em recebíveis imobiliários. Esses são subdivididos, grosso modo, em: (i) *Residential Mortgages Backed Securities* (RMBS), quando lastreados em carteiras de crédito imobiliário residencial ou de refinanciamento imobiliário, por exemplo; e (ii) *Commercial Mortgages Backed Securities* (CMBS), quando o lastro é um contrato de locação comum, um contrato de locação atípico na modalidade "*Built-to-suit*" ou uma carteira de contratos de locação de espaços/ lojas em shopping centers, por exemplo.

O diagrama a seguir apresenta estrutura básica de securitização do tipo ABS ou MBS com lastro em uma carteira.



Obs.: A estrutura básica de uma securitização envolve, além das partes diretamente relacionadas no fluxo financeiro acima, atores intermediários, tais como estruturadores, trustees e agentes fiduciários, escritórios de advocacia e agências de rating.

No Brasil, as estruturas mais comuns de securitização do tipo ABS são representadas pelos diferentes tipos de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios como emissores dos *securities* (no caso, cotas lastreadas em recebíveis). Já as estruturas derivadas de operações MBS ocorrem, principalmente, pela emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários pelas Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (nesse caso, a segregação de risco ocorre pela emissão sob regime fiduciário). Não obstante, existem os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) e outros tipos de títulos considerados como operações de securitização, conforme quadro abaixo.

Estruturas de Securitização de Recebíveis no Brasil

Emissor	Principais Ativos Emitidos	Lastro	Originadores Mais Comuns
FIDC	Cotas	Crédito Consignado, CDC Veículos, CDC Lojista, Recebíveis Comerciais (Cheques e Duplicatas), Recebíveis de Cartões de Crédito, Mensalidades Escolares, entre outros.	Bancos, Financeiras, Factorings, Empresas dos setores de Infra-Estrutura e Industrial.
SPE	Debêntures	Dividendos, Recebíveis Comerciais, Recebíveis Imobiliários, Mensalidades Escolares, entre outros.	Empresas Financeiras e Não-Financeiras.
Cia. Securitizadora de Recebíveis Imobiliários	Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs)	Recebíveis Imobiliários (Fluxos de contratos de compra e venda e locação, podendo estar agrupados em Cédulas de Crédito Imobiliário - CCI).	Incorporadoras, Construtoras e Proprietários de Imóveis em geral (inclui uma SPE).
Cia. Securitizadora de Recebíveis do Agronegócio	Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA)	Recebíveis do agronegócio, representados por Letras de Crédito Agrícola (LCA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) e Cédula de Produto Rural (CPR).	Cooperativas, Empresas Agrícolas e Empresas agroindustriais.

Em suas classificações para operações de securitização, a Austin Rating avalia, com base especialmente na análise da qualidade de crédito da carteira ou do contrato (lastros) e dos fluxos de caixa por esses projetados, o risco de um emissor (FIDC, SPE ou Companhia Securitizadora) deixar de honrar as suas obrigações (juros+principal) com os investidores, nas datas específicas definidas contratualmente.

Os ratings atribuídos pela Austin Rating para ativos de securitização consistem, desse modo, em ratings de crédito, refletindo uma probabilidade de *default* dentro de uma escala nacional própria, que vai de 'brAAA' a 'brD', da menor probabilidade de *default* relativa a emissores nacionais para a situação de *default*. Note-se que, de modo a diferenciar os ativos provenientes de operações típicas de securitização, essa agência utiliza o sufixo '(sf)', uma abreviação do termo em inglês *structured finance*. As escalas de ratings estão disponíveis em: www.austin.com.br.

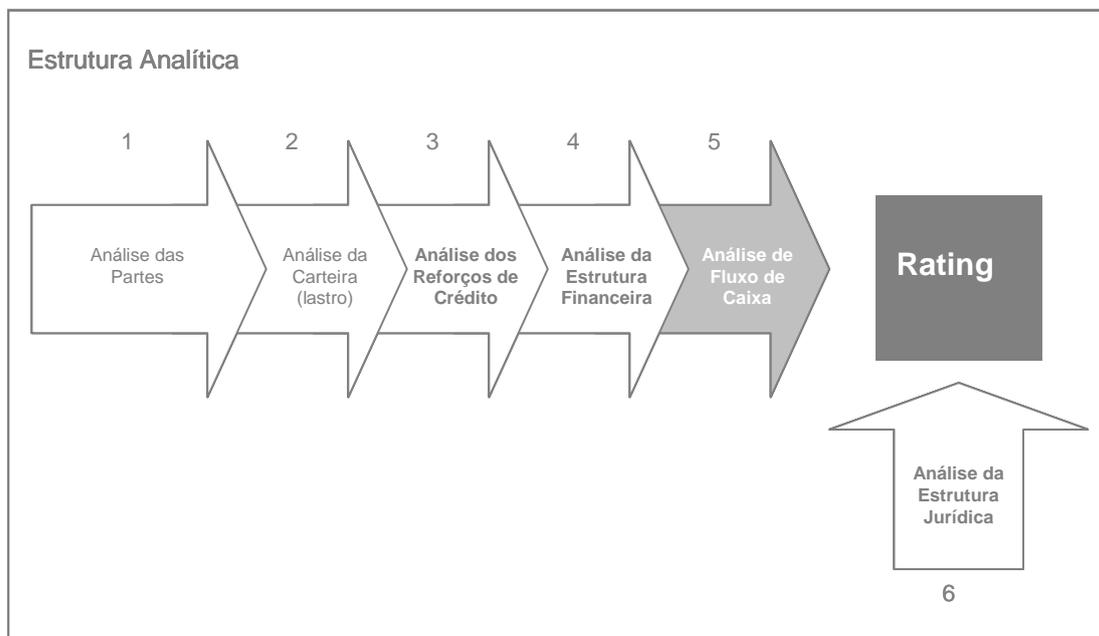
ABORDAGEM ANALÍTICA E CRITÉRIOS DE ANÁLISE

A abordagem analítica e os critérios utilizados pela Austin Rating para definir a probabilidade de *default* e emitir ao mercado suas opiniões de risco de crédito sobre ativos de securitização são basicamente os mesmos, sejam esses ativos Cotas de FIDCs, Debêntures, Cédulas de Crédito Bancário ou Certificados de Recebíveis Imobiliários.

O processo analítico está baseado na construção e na sensibilização do fluxo de caixa projetado por um contrato específico ou pelo conjunto de recebíveis que servem de lastro para os ativos a serem classificados e, especialmente no caso de estruturas envolvendo subordinação ou sobrecolateralização, também dos

fluxos a serem gerados pelos recebíveis dados como reforço de crédito. A análise incorpora, além dos aspectos financeiros, a análise jurídica de toda a operação.

A estrutura analítica para securitizações compreende, basicamente, 6 etapas principais, de acordo com o fluxograma apresentado a seguir.



É importante ressaltar que, a despeito de não estar contemplada como uma etapa específica no fluxograma acima, a Austin Rating realiza a análise de todos os aspectos ligados particularmente a imóveis envolvidos nas transações. Essa análise se dá quando um único ou poucos bens desse tipo são objetos de alienação fiduciária e são garantia direta ou indireta das operações. Nessa situações, normalmente são solicitados por essa agência laudos de avaliação e outros documentos relativos a esses.

Merece ênfase também o fato de que, não obstante a metodologia aqui retratada ser genérica para os ativos de securitização, toda a abordagem analítica da Austin Rating respeita as características específicas das diferentes estruturas e, sobretudo, dos ativos subjacentes. Assim, conforme poderá ser observado nas próximas páginas, diversos critérios são exclusivos para alguns tipos de emissões e/ou de créditos-lastro. A Austin Rating poderá, a seu critério, divulgar futuramente outros documentos, sempre pautados na presente metodologia genérica, contemplando itens analíticos próprios ou complementares para tipos específicos de ABS e MBS.

Etapa 1: Análise das Partes

Originador¹

Ainda que pela natureza de uma operação estruturada de securitização o risco de crédito da originadora esteja segregado, um rating poderá contemplar a análise do originador sempre que a operação prever coobrigação dessa, cessão contínua de créditos ou mesmo a cessão de recebíveis a performar (fluxos futuros). A análise do originador baseia-se, principalmente, em dois pontos de análise: Procedimentos de Originação e Política de Crédito e Solidez Financeira e Condições de Suporte.

¹ Essa etapa de análise pode ser dispensada caso os originadores sejam classificados pela Austin Rating. Em caso de instituições classificadas pela Austin Rating, é realizada, imediatamente após a venda (cessão), a análise financeira, no sentido de identificar se os ativos transferidos alteraram o seu risco de crédito.

Procedimentos de Originação e Política de Crédito

Nesse item, a Austin Rating busca compreender a política comercial do originador dos créditos lastreantes de uma securitização e as políticas de concessão de crédito utilizadas pelo originador. Para essa análise, normalmente, essa agência solicita ao originador o Manual de Concessão de Crédito, além de realizar visita *in loco*. Essa análise é útil no sentido de oferecer uma expectativa das características e qualidade futuras dos recebíveis a serem gerados, sendo complementar à análise do lastro (apresentada mais adiante). Fatores como consultas a sistemas de proteção ao crédito e análise de comprometimento de renda serão sempre observados positivamente pela Austin Rating.

Solidez Financeira e Condições de Suporte

Os analistas da Austin Rating procedem a análise de solidez financeira e de condições de suporte de um originador observando os seguintes pontos: Ambientes Macroeconômico, Setorial e Regulatório, Estrutura Societária, Administração, Histórico e Perfil de Atuação, Estratégias de Médio Prazo e Situação Econômico-Financeira. Esse item tem por objetivo avaliar, principalmente, os riscos que poderiam eventualmente ocasionar a incapacidade de geração de recebíveis ao longo da operação (risco de geração de lastro/descontinuidade).

Emissor

Considerando que uma securitização pressupõe a existência de um emissor remotamente sujeito a falência e cujo patrimônio encontra-se segregado do patrimônio do originador, a análise de um emissor concentra-se muito mais nos aspectos jurídicos que garantam tais condições do que necessariamente na possibilidade de riscos financeiros para a operação. Isto significa que, no caso de um FIDC, por exemplo, a Austin Rating avalia o regulamento, entre outros aspectos jurídicos. Não obstante, em uma operação envolvendo emissão de CRIs, essa agência verifica o histórico operacional de uma Securitizadora e, eventualmente, a sua capacidade financeira. Note-se que as emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários no mercado brasileiro ocorrem sob regime fiduciário, o que elimina, em tese, o risco de contaminação de problemas advindos dessa.

Custodiante

A Austin Rating avalia os procedimentos de custódia e cobrança adotados pelo custodiante, agente que, na maioria das vezes, acaba sendo o próprio originador. Esse é um item fundamental para a atribuição do rating de uma securitização, visto que o eficiente controle e gerenciamento dos fluxos tende a garantir a pontualidade dos recebimentos e a recuperação de créditos em atraso.

Recebedora dos Créditos

A Austin Rating observa e avalia também a solidez financeira (especialmente a situação de liquidez) da instituição bancária onde serão feitos os pagamentos dos recebíveis e, logo, onde será mantida a conta corrente segregada do emissor para fins de pagamentos de juros e principal da emissão. O entendimento dessa agência é de que a instituição financeira pode transmitir risco para a operação pelo período em que os recursos por ela trafegarem.

Agentes Intermediários

A fim de enxergar potenciais riscos operacionais, a Austin Rating realiza também uma análise qualitativa dos agentes intermediários de uma operação estruturada, tais como estruturadores, *servicers*, *trustees* e empresas de auditoria independente. A opinião da Austin Rating sobre a qualidade operacional desses agentes estará sempre baseada em trabalhos anteriores por eles realizados (histórico operacional). Eventualmente, essa agência pode vir a solicitar reuniões com esses intermediários, objetivando atender a esse item de avaliação.

Etapa 2: Análise do Lastro

A análise da carteira ou do contrato específico (lastro) é o cerne da análise de risco de uma operação de securitização, uma vez que apenas a partir do conhecimento dos aspectos relativos aos recebíveis cedidos ao veículo de propósito específico os analistas da Austin Rating têm condições de realizarem as simulações e estimar possíveis distorções nas entradas programadas no fluxo de caixa de uma operação de securitização, notadamente aquelas ocasionadas por inadimplência.

Carteiras Pulverizadas

A análise de uma carteira pulverizada (com diversos pagadores) envolverá imprescindivelmente os seguintes itens: **Homogeneidade, Qualidade e Periodicidade**.

Homogeneidade

Inicialmente, a Austin Rating examina a homogeneidade dos recebíveis (por tipo de bem financiado, valores médios financiados, nível de renda dos financiados, entre outros). Uma carteira homogênea é considerada positiva, uma vez que permite uma análise mais precisa sobre a sua performance histórica e seus riscos.

Qualidade

Os fluxos de caixa futuros de uma operação de securitização estão diretamente relacionados à qualidade da carteira de recebíveis que serve como lastro (liquidez dos ativos). Para determinar a qualidade da carteira (nível de perda estimado), a Austin Rating avalia, principalmente, os seguintes pontos:

a) Nível de Perda Histórico: O histórico de performance da carteira de créditos lastreante de uma operação é fator-chave dentro da análise da qualidade carteira, visto que permite aos analistas conhecerem a sensibilidade dessa aos cenários de *stress* econômico (severidade de perdas), sendo de suma importância para a realização das projeções seguintes. Para essa análise a Austin Rating busca trabalhar, preferencialmente, com relatórios realizados por empresas de auditoria independentes. A ausência desse tipo de auditoria / estudo limita o rating.

b) Níveis de Concentração: Os analistas procuram identificar os níveis de concentração das operações por produto, o volume por cliente e *ticket* médio. É observada, adicionalmente, a concentração por tipo de cliente, setorial e geográfica. Essa análise permite à Austin Rating enxergar a exposição total da carteira ao risco de inadimplência por cliente (sacado), setor de atividade, regiões, entre outros. Especificamente para o caso dos créditos imobiliários, essa agência examina também a concentração dos recebíveis por empreendimento imobiliário, associando a essa as características do empreendimento (tais como: localização, padrão e velocidade de vendas de unidades).

c) Garantias Contratuais: A qualidade futura de uma carteira securitizada está fortemente relacionada com as garantias das quais os recebíveis dispõem (alienação fiduciária de bens, por exemplo), na medida em que essas tendem a estimular a adimplência dos clientes (sacados).

d) Outros: Outros pontos observados pela Austin Rating, no sentido de avaliar a probabilidade de adimplência dos recebíveis de uma carteira, são a renda média, o comprometimento de renda, entre outros. Mais especificamente nas operações envolvendo recebíveis imobiliários o *Loan to Value (LTV)*, especialmente o LTV médio ponderado de uma carteira, é um fator importante de análise, na medida em que indica uma medida da vontade de pagar dos mutuários/compradores. A essa análise em particular, soma-se a análise da vinculação jurídica do imóvel, sendo a alienação fiduciária considerada um elemento jurídico essencial, uma vez que tende a garantir um menor tempo de retomada de bens financiados.

Os subitens acima estão estreitamente relacionados com a análise dos procedimentos de originação. Assim, quanto menores os índices de inadimplência históricos de uma carteira e de concentração, melhores as garantias e os procedimentos de originação, também melhor será a perspectiva de geração de caixa.

Periodicidade

Além da qualidade dos ativos, a Austin Rating observa a periodicidade dos pagamentos, ou seja, a regularidade na geração de caixa. Nesse sentido, são analisados, principalmente, os prazos e a forma de amortização dos contratos. São identificados também os níveis de atrasos e recuperação e a frequência de pagamentos antecipados e refinanciamentos, fatores de suma importância para a construção do fluxo de caixa de uma operação. Os portfólios mais pulverizados são favoráveis, na medida em que tendem a minimizar os riscos decorrentes de atrasos, pré-pagamentos e refinanciamentos.

Carteiras Concentradas

Em caso de operações envolvendo uma única empresa ou Grupo Econômico como risco de crédito (recorrente em operações de CRI – recebíveis de empreendimento comercial - ou em operações de FIDC com único sacado, a Austin Rating realiza uma análise de risco de crédito corporativo, utilizando-se de parte dos critérios definidos anteriormente para análise do originador. Nesse caso, porém, essa agência trabalha com projeções de fluxo de caixa da empresa-risco para o horizonte da operação de ABS ou MBS em avaliação.

Etapa 3: Análise dos Reforços de Crédito

A análise dos reforços de crédito (*credit enhancements*) tem por objetivo mensurar o nível de qualidade agregada por esses mecanismos a uma operação de securitização como um todo. Essas operações podem incluir mecanismos de reforço de crédito interno (oferecidos pela própria estrutura) e externos (oferecidos pelo originador ou por terceiros).

Qualidade dos Reforços de Crédito Internos**Spread Excedente**

O primeiro tipo de reforço de crédito observado pela Austin Rating é o *spread* excedente, ou seja, a diferença entre a taxa de remuneração a ser recebida pelos ativos lastro (ligada a taxa de cessão) e a remuneração mais encargos a serem pagos pelo emissor. O *spread* excedente (*excess spread*) representa para um valor mobiliário ou título produto de securitização a primeira proteção contra as perdas no conjunto de ativos-lastro. Assim, quanto maior for o *spread* excedente, menor tende a ser o impacto das perdas dos ativos para a operação, contribuindo para a percepção sobre o nível de risco de uma operação.

Subordinação

A estrutura de subordinação, emissão de duas ou mais classes de papéis (sênior e subordinada, por exemplo) é a mais comumente utilizada em FIDCs, mas também se apresentam em estruturas de securitização de recebíveis imobiliários. Essa estrutura tende a conferir ao longo da operação um colchão de liquidez contra as perdas dos ativos-lastro dos papéis emitidos. Isto é, as classes inferiores na hierarquia de recebimentos (subordinadas), na maioria das vezes retida pelo originador, sofrem os efeitos das perdas nos recebíveis anteriormente às classes mais seniores. Considerando essa característica, a Austin Rating examina basicamente a relação existente entre o volume emitido de cada uma das classes (por exemplo, relação de 25% entre cotas subordinadas e seniores). Posteriormente, esse percentual é contraposto ao percentual estimado de perda da carteira que serve como lastro. A princípio, a maior relação apresentada deverá representar um melhor reforço de crédito. Entretanto, a análise não se limita apenas ao aspecto quantitativo, devendo ser levadas em consideração, principalmente, as características da carteira lastreante.

Sobrecolateralização

A sobrecolateralização (*over collateral*) é um tipo de reforço de crédito bastante utilizado em operações de recebíveis imobiliários. Consiste na cessão, por parte do originador, de um volume de ativos-lastro superior ao valor da emissão. Assim, quanto maior for esse percentual excedente (por exemplo, 30% de *over collateral*) melhor será a proteção contra as perdas na carteira. Para a Austin Rating, a qualidade efetiva desse reforço depende, todavia, das características dos recebíveis.

Conta Reserva

A conta reserva é um mecanismo largamente utilizado em operações com modelagem de *Project Finance*. Esse reforço consiste na retenção de recursos (e posterior aplicações em títulos de liquidez) por parte do originador dos recebíveis. Trata-se de um colchão de liquidez, que poderá ser formado já no momento da captação dos recursos ou ao longo do prazo da operação, especialmente no período de carência. Nesse último caso, é realizado com a retenção de *spread* excedente, de volumes adicionais cedidos ou por meio de caução de fluxos futuros “extra-operação”. A Austin Rating considera positivo um mecanismo que preveja a formação antecipada desse colchão de liquidez, muito embora esse normalmente possa estar comprometido não com a amortização dos papéis emitidos, mas, sim, com custos e despesas de obras a serem realizadas para que um ativo comece a gerar os ativos-lastro de uma operação. A Austin Rating observa, adicionalmente, a qualidade de crédito e a liquidez dos títulos onde estarão alocados esses recursos, bem como com a qualidade da instituição que fará a sua gestão (provavelmente um *trustee* especializado). Desse modo, o adequado volume de recursos e a liquidez dessa garantia serão sempre fatores fundamentais para a sua efetiva contribuição para um melhor *rating* de crédito.

Qualidade do Reforços de Crédito Externos

Fianças

Operações de securitização, sobretudo aquelas de recebíveis imobiliários originados por um único contrato (risco concentrado) podem contemplar garantias representadas por cartas de fiança ou algum tipo de coobrigação solidária. No caso de uma operação que envolva esse tipo de reforço de crédito, a Austin Rating faz uma avaliação do perfil de crédito do fiador (solidário). O rating da operação poderá ser influenciado pela qualidade de crédito (rating) do fiador. Geralmente, os estruturadores buscam agregar às operações grandes empresas multinacionais ou instituições financeiras comprovadamente sólidas, de modo a prover efetivamente um reforço à estrutura da operação. Em alguns casos, porém, partes ligadas ao próprio originador poderão oferecer algum tipo de garantia fidejussória (coobrigação / fiança). Nesse caso, a Austin Rating se utiliza de uma análise mais aprofundada sobre os possíveis riscos transmitidos pelo originador e se tal garantia descaracteriza a venda definitiva. Essa garantia poderá não ser entendida como um reforço de crédito, devendo a nota refletir fielmente a própria qualidade de crédito do originador.

Seguros

Algumas operações podem contar com seguros financeiros, visando cobrir riscos operacionais e pré-operacionais. Em operações que envolvem esse tipo de reforço de crédito, a Austin Rating faz uma avaliação da capacidade da seguradora e da resseguradora de honrarem o compromisso na eventualidade do sinistro. O risco desses participantes é ponderado no rating atribuído.

Etapa 4: Análise da Estrutura Financeira

Essa análise foca na estrutura ativo/passivo de uma operação, ou seja, no fluxo de caixa da operação. Os analistas buscam enxergar aqui como estão conciliados os prazos e taxas dos ativos e passivos (ou como os estruturadores promovem tal conciliação). O objetivo dessa análise é identificar a existência de duas classes de risco: risco de liquidez e risco financeiro. Estruturas de amortizações programadas mostram-se mais seguras, na medida em que não prevêem saques (amortizações não programadas). Muitas vezes, as operações podem conter recebíveis com prazo superior à maturidade de papéis emitidos, sendo importante trazer para essa análise, portanto, os resultados da análise da periodicidade dos recebíveis, anteriormente relatada. No que diz respeito ao descasamento de indexadores e moeda, a Austin Rating considera importante a contratação de operações de *swap*, onde é considerada a qualidade da instituição financeira contratada.

Etapa 5: Análise de Sensibilidade de Fluxo de Caixa

Nessa etapa, os fluxos a serem produzidos pela carteira ou pelo contrato específico são submetidos a cenários de estresse, sendo que cada cenário assumido possui um grau de probabilidade de ocorrência.

Posteriormente, os saldos de caixa são confrontados com as amortizações e pagamentos de juros previstos (ou propostos) ao longo da operação, resultando em fatores de cobertura. Esses fatores encontrados em cada cenário provável são parametrizados a fatores apresentados por outras emissões nacionais classificadas pela Austin Rating. A classificação deriva-se, em larga medida, do nível de proteção ou de cobertura estimados nessa análise para diferentes cenários.

Etapa 6: Análise da Estrutura Jurídica

Paralelamente à análise financeira de uma operação de securitização, a Austin Rating realiza a análise da estrutura jurídica de uma transação. Nessa etapa de análise, os analistas buscam se certificar, por meio de opinião dos assessores jurídicos da Austin Rating e/ou do próprio emissor, que a estrutura da operação está garantindo a independência dos recebíveis em relação ao originador, não havendo possibilidade de contaminação dos riscos desse último para os ativos emitidos. Será observada também a validade legal das garantias prestadas.