

metodologias SR RATING

o processo de avaliação de risco de fundos de investimento em direitos creditórios

1. INTRODUÇÃO

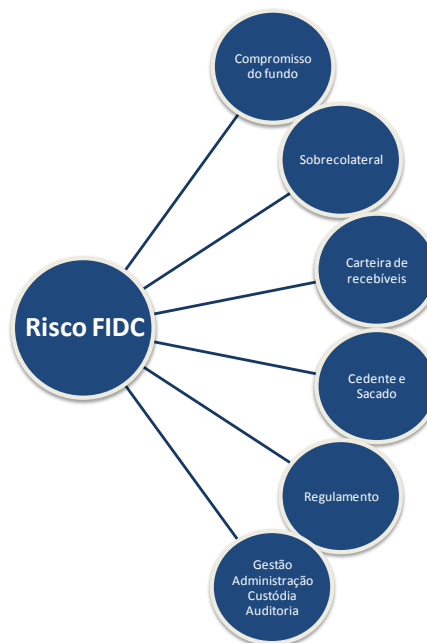
A securitização de recebíveis é a forma de financiamento que mais tem crescido nos mercados de capitais em todo mundo. Seguindo essa tendência e visando a propiciar maior transparência e segurança aos investidores, foi autorizada através da Resolução nº 2.907/01 do CMN e regulamentada pela Instrução da CVM nº 356/01, alterada pela Instrução nº 393/03, a constituição dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), conhecidos como “Fundos de Recebíveis” e dos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FICFIDC). Através dos Fundos de Recebíveis, as empresas transformam seus créditos em títulos negociáveis no mercado, ou seja, disponibilizam um fluxo de caixa futuro, tornando possível reduzir a necessidade de capital de giro e alongar o perfil de financiamento para os clientes. Acrescente ainda, a não incidência de PIS, Cofins, CPMF, IRPJ e CSSL e a possibilidade de captação a taxas mais atraentes. Este novo produto torna-se uma excelente opção para as empresas obterem recursos necessários para ampliação da capacidade produtiva. Para os investidores qualificados, os FIDCs tendem a oferecer uma boa relação risco/retorno, principalmente em cenários de redução das taxas de juros.

2. OBJETIVOS DA AVALIAÇÃO

Com vistas a instaurar um processo de avaliação do risco de fundo de investimento em direitos creditórios, a SR Rating adota uma metodologia originalmente desenvolvida por seu Comitê de Classificação, contendo, resumidamente, os seguintes focos principais:

Risco de FIDC

medido por:



e mais subsidiariamente:

outros aspectos gerais

O processo da avaliação interna inicia-se com o envio de um *check-list* à empresa gestora do fundo. As informações levantadas por este instrumento têm como objetivo realçar os seguintes pontos:

CARACTERÍSTICAS PRINCIPAIS DOS FUNDOS

O patrimônio de um FIDC deve ser constituído de no mínimo 50% de direitos creditórios, devendo manter essa proporção após noventa dias do início de suas atividades. Já os FICFIDCs devem destinar no mínimo 95% do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em cotas de FIDCs. Os Fundos de Recebíveis podem ser constituídos sob a forma aberta ou fechada. Em um fundo aberto, resgates e aplicações podem ser solicitados a qualquer momento, considerando as condições estabelecidas no regulamento. Em fundos estruturados sob a forma de condomínio fechado, as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada classe de cotas, conforme regulamento, e a subscrição de cotas deve ser efetuada através de distribuição pública. Podem existir dois tipos de classe de cotas em um FIDC:

a) Cotas Seniores: são vendidas para os investidores qualificados e não se subordinam às demais para efeito de amortização e resgate; e

b) Cotas Subordinadas: são normalmente compradas pela própria empresa cedente dos recebíveis e se subordinam às demais (seniores) para efeito de amortização e resgate. São permitidas diversas subclasses destas cotas, podendo haver diferenciação de características e prioridades. Esse tipo de cota funciona como reforço de garantia para os investidores em caso de inadimplência dos recebíveis ou outras perdas sofridas pelo fundo.

De acordo com as instruções que regulamentam o funcionamento dos Fundos de Recebíveis, é necessária a divulgação de classificação de risco para cada classe ou série de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no País. Desta forma, apresentamos a seguir a metodologia pioneira sobre o assunto divulgada pela SR Rating.

COMPROMISSOS DO FUNDO

Uma análise de classificação de risco sempre tem por objetivo indicar a probabilidade da ocorrência de um *default* (não pagamento ou pagamento não pontual dos compromissos nos prazos estabelecidos), tendo em vista a existência de uma relação obrigacional entre as partes. No caso específico dos FIDCs não existe obrigação legal de pagar quantia certa entre o fundo e o cotista, uma vez que, por definição, este último é proprietário de uma parte do patrimônio do fundo, cujo valor irá flutuar ao longo de sua existência. Neste caso, para proceder à classificação de risco das diferentes classes e séries de cotas, a SR Rating considera a existência de uma “obrigação moral” assumida pelos administradores do fundo em relação aos cotistas, associada às taxas de remuneração e valores de amortizações e resgates constantes no regulamento. Como citado anteriormente, os FIDCs são constituídos por cotas seniores e subordinadas, sendo que esta última admite subclasses, com prioridades diferentes. Assim, para cada classe e subclasse há um fator de risco diferente, levando-nos à classificação individualizada, como explicitado no art. 3 da Instrução CVM nº 393: “cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País”. No art. 46 da mesma instrução temos que: “(...) considera-se fato relevante a alteração da classificação de risco das classes ou séries de cotas”.

ANÁLISE QUALITATIVA

A primeira etapa para classificação de risco em Fundos de Recebíveis constitui-se no levantamento de informações junto à instituição cujo fundo será analisado objetivando realçar o perfil corporativo do gestor, as características do fundo e do administrador, as regras, sistemas e procedimentos do fundo, e os procedimentos adotados pelo agente fiduciário, auditores, custodiante e consultores.

ANÁLISE QUANTITATIVA

A análise quantitativa é precedida de uma divisão dos ativos que compõem, ou deverão compor, a carteira do fundo em duas categorias:

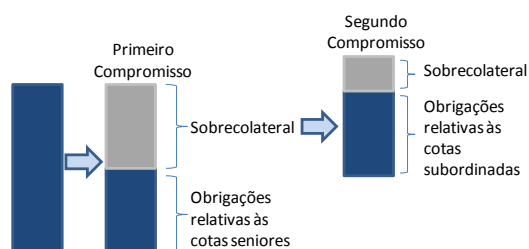
Direitos Creditórios: os créditos que compõem a carteira ou que possam vir a compor podem apresentar, e normalmente apresentam diferenças quanto ao segmento das empresas originadoras, prazos e valores. Além disso, é necessário considerar os critérios de elegibilidade e seleção adotados pelo fundo, a concentração de créditos por sacado e o histórico do volume, dos atrasos e da taxa de inadimplência; e

Títulos de Dívida: nesta categoria, é utilizado um sistema próprio de avaliação desenvolvido pela SR Rating, para contornar a falta de uma classificação ampliada de risco de crédito de emissores de títulos no Brasil, salvo raras exceções. As empresas que possuem informações públicas são avaliadas pela SR Rating e recebem uma nota interna (não divulgável), denominada *shadow rating*. As Notas Promissórias e Debêntures que não possuam classificação de risco divulgada recebem o mesmo tratamento. O mesmo é aplicado aos títulos de emissão de instituições financeiras. No caso de Títulos do Governo Federal é utilizada a nota atribuída pela SR Rating, e para Títulos Estaduais e Municipais sem classificação divulgada é adotado o tratamento *shadow rating*. A SR Rating estima os parâmetros da distribuição de probabilidade, com base na qualidade da carteira que serão utilizados para calcular a Perda Esperada do fundo. Como uma carteira, a princípio, é composta de recebíveis e títulos e admitindo a independência entre eles, temos que a Perda Esperada do fundo é o somatório da Perda Esperada em títulos com a de recebíveis. Considerando um FIDC hipotético composto de cotas seniores e apenas uma subclasse de cota subordinada. E ainda, que o risco de default é equivalente à probabilidade de na data de vencimento do fundo, o patrimônio ser inferior ao montante dos compromissos assumidos perante as cotas. Torna-se necessário decompor a probabilidade de default do fundo nas probabilidades associadas às cotas seniores e

subordinadas devido à diferença de prioridade no resgate e amortização. Para cotas seniores, que têm prioridade no resgate e amortização, teremos que a probabilidade de default é a de que, no vencimento do fundo, a Carteira Final tenha volume financeiro inferior à obrigação relacionada às mesmas. Para as cotas subordinadas, a probabilidade está condicionada à ocorrência de cumprimento das obrigações assumidas perante as cotas seniores, ou seja, é a probabilidade do patrimônio final do fundo não ser suficiente para cumprir as obrigações assumidas com as cotas subordinadas e seniores.

NÍVEL DE RESISTÊNCIA RESIDUAL

Para cada classe ou subclasse de cotas analisada calculamos o sobrecolateral que é a diferença entre a obrigação assumida em relação à cota e o valor esperado da carteira no vencimento. O sobrecolateral funciona como um reforço de garantia, reduzindo o risco de não pagamento da obrigação. Desta forma, o risco de default para cada estágio, nada mais é que a probabilidade de uma possível perda ser maior que o sobrecolateral calculado para este. A quantidade de estágios vai depender da quantidade de tipos de cotas com diferentes prioridades que o fundo possua. Cada sobrecolateral representa o Nível de Resistência (NR) da carteira, ou seja, o “colchão” que o fundo possui para resistir a perdas sem comprometimento das obrigações assumidas com a cota relacionada. Temos ainda o Nível de Resistência Residual (NRR) que, para as cotas seniores (primeiro estágio), é obtido pela dedução da perda esperada do sobrecolateral relacionado a esta cota. Nos estágios posteriores a SR Rating considera também as perdas máximas ocorridas em estágios anteriores.



ATRIBUIÇÃO DE NOTAS

Quanto melhor a qualidade da estrutura do fundo, percebida durante todo o processo de avaliação, menor será o NRR exigido para atribuição de uma nota classificatória. Assim, dois fundos que apresentem cotas seniores com NRRs extremamente semelhantes podem ter suas cotas classificadas com notas distintas.

3. ABORDAGEM AGÊNCIA-CLIENTE

O envio de um *check-list* marca o início do processo de *rating*. Neste instrumento ficam estabelecidas as informações necessárias para a avaliação, não obstando novos pedidos durante o desenrolar do processo. Adicionalmente, é efetuada uma *due diligence* com o objetivo de abordar eventuais questões que não puderam ser aprofundadas por meio das informações enviadas pelo cliente.

O prazo de entrega de um relatório preliminar é de 30 dias a partir da entrega das informações solicitadas. A formalização de um relatório preliminar, entregue ao cliente, abre a fase de discussões com os analistas da SR Rating, acerca dos pontos mais relevantes do texto. Em seguida, é liberada a Nota, que o cliente recebe sigilosamente, a partir da decisão do Comitê de Classificação da SR Rating. Existe a possibilidade de apelação formal por uma revisão fundamentada dessa decisão. Esta fase é concluída com a emissão de uma autorização, por parte do cliente, para divulgação dos resultados (Nota e relatório final). Durante todo o processo, a agência classificadora garante sigilo sobre as informações recebidas e sobre a identidade do contratante, até que receba uma autorização expressa de divulgação. Segue-se, então, um período de monitoramento contínuo, pela agência, renovando os dados e incorporando fatos novos sobre o administrador de recursos. A Nota obtida poderá ser mantida ou alterada, para cima ou para baixo, por decisão do Comitê de Classificação, que informará tais mudanças ao mercado investidor.

4. ESCALA DE NOTAS APLICADAS

As Notas da SR Rating aplicadas em conceito de risco local, porém de comparabilidade internacional, levam em conta todas as contingências do ambiente político, macroeconômico e regulatório. Atribui notas para a probabilidade de *default*, o risco do não cumprimento das obrigações a pagar.

ESCALA DE NOTAS DE LONGO PRAZO

AAA^{SR}

Garantias máximas, risco quase nulo. Chance de default, no prazo analisado, inferior a 0,5 em 100.

AA+^{SR} | AA^{SR} | AA-^{SR}

Garantias muito fortes, risco muito baixo. Chance de default, no prazo analisado, inferior a 1 em 100.

A+^{SR} | A^{SR} | A-^{SR}

Garantias fortes, risco baixo. Chance de default, no prazo analisado, inferior a 2 em 100.

BBB+^{SR} | BBB^{SR} | BBB-^{SR}

Garantias adequadas, risco módico. Chance de default, no prazo analisado, inferior a 5 em 100.

BB+^{SR} | BB^{SR} | BB-^{SR}

Garantias modestas, risco mediano. Chance de default, no prazo analisado, inferior a 15 em 100.

B+^{SR} | B^{SR} | B-^{SR}

Garantias insuficientes, risco alto. Chance de default, no prazo analisado, inferior a 30 em 100.

CCC^{SR}

Traços de default, risco muito alto. Chance de default, no prazo analisado, superior a 30 em 100.

CC^{SR}

Default provável, risco muito alto. Chance de default, no prazo analisado, superior a 50 em 100.

C^{SR}

Default iminente, risco máximo. Chance de default, no prazo analisado, superior a 75 em 100.

D^{SR}

Default



www.srrating.com.br

CONTATOS

SÃO PAULO

Rua James Joule, 92 – 10º andar – cj.101 | Centro Empresarial Nações Unidas – Ed. Plaza I | Brooklin Novo | São Paulo – SP | CEP 04576-080 | tel. (55.11) 3053.0000

RIO DE JANEIRO

Avenida das Américas, 700 – Bloco 03 – cj. 325 | Cond. Cittá América | Barra da Tijuca | Rio de Janeiro – RJ | CEP 22640-100 | tel. (55.21) 2263.7456