

## **Descrição da estrutura básica de modelos de securitização de recebíveis no setor de saneamento**

### **(Description of the basic structure of receivables securitization models in the sanitation sector)**

Francisco Antonio Bezerra  
Adriano José da Silva

#### **Resumo**

O propósito deste trabalho é descrever as estruturas de operações baseadas em securitização de recebíveis que podem ser utilizadas pelo poder público para captação de recursos para financiamento de projetos de saneamento básico. Este artigo detalha os elementos que envolvem a transação de securitização e como esta operação pode ser utilizada para cobrir parte da demanda por recursos no setor de saneamento no Brasil. Em termos metodológicos, esta pesquisa classifica-se, quanto ao seu objetivo, como sendo exploratória e, quanto ao seu delineamento, trata-se de uma pesquisa bibliográfica. Este estudo demonstrou que a securitização é uma opção viável para captação de recursos e uma alternativa como fonte de financiamento para programas governamentais na área de saneamento.

**Palavras-chave:** Securitização; Saneamento básico; Formas de financiamento.

O setor de saneamento básico caracteriza-se por se basear em investimentos de longo prazo e que exige da mesma forma investimentos constantes na manutenção das instalações.

Quando se fala de saneamento básico no Brasil a importância dos investimentos se torna ainda mais evidente dada as suas dimensões e a grande desigualdade entre as diversas regiões do país. Essas desigualdades impõem a presença da administração pública na condução de projetos de saneamento por mais que iniciativas do setor privado já estejam dando resultados positivos.

Cabe a administração pública encontrar soluções financiamento adequadas em regiões onde o nível de renda da população é muito baixo, o que inviabiliza qualquer tipo de cobrança tarifária para obtenção de resultado com a prestação de serviço.

No entanto, a necessidade da presença do poder público em projetos desta natureza é limitada pela capacidade financeira das instituições públicas. Para Romano (2003):

Esta dificuldade [de financiamento de projetos de saneamento] origina-se na incapacidade de um maior endividamento, problemas de influência política e perda de mão-de-obra qualificada em todos os níveis.

O modelo implementado no Brasil desde 1960, apesar de ter gerado eficiências e ampliado a cobertura nacional destes serviços, particularmente a partir da década de setenta, esgotou-se juntamente com a crise fiscal do setor público, nos anos noventa. Coloca-se, desta forma, a necessidade de definir um novo modelo que perpetue os avanços obtidos em termos de cobertura (universalização) e amplie a modernização do segmento, de maneira a resolver as questões da baixa eficiência e das elevadas perdas, que se verificam no País.

Com o intuito de prever a demanda pelos serviços de saneamento e de quantificar o valor a ser investido no futuro, o governo realizou pesquisas dentro do **Programa de Modernização do Sistema de Saneamento (PMSS)**, que identificou, por região, o tipo de solução a ser empregada e, levando em consideração o aumento projetado da população, estimou os recursos necessários para suportar o sistema de saneamento.

No estudo as demandas foram estimadas por “déficit naquele ano”. O que significa dizer que a demanda de 2010 é o somatório do que ocorreu em 2000, mais o aumento estimado da população até 2010, e assim por diante até 2020.

Os QUADROS 1, 2 e 3 a seguir são alguns exemplos do material produzido por este trabalho do governo.

**QUADRO 1**  
Investimentos para universalização da água/esgoto – Brasil

Total	Urbano – A + E – R\$ (Bilhões R\$)				Rural – A + E – R\$ (Bilhões R\$)			
Subsistema/Meio/Investimento	2000	2010	2015	2020	2000	2010	2015	2020
Total Água+Esgotos Expansão	46,09	77,18	91,69	105,02	8,6	7,03	6,47	6,02
Total Água+Esgotos Reposição	14,63	37,21	50,2	64,09	0,77	2,2	2,76	3,28
Total	60,72	114,39	141,89	169,11	9,37	9,23	9,23	9,29

Fonte: Ministério das Cidades – Secretaria Nacional de Saneamento Ambiental.

**QUADRO 2**  
Investimentos para universalização da água/esgoto – Regiões, em milhões R\$  
Brasil - Investimento em Sistemas de Água e Esgotos por Região Expansão e Reposição

Regiões/Investimentos	Em 2000	Em 2010	Em 2015	Em 2020
Norte	6.753,80	11.274,60	13.835,50	16.307,30
Nordeste	16.888,50	27.318,80	32.267,20	37.324,60
Sudeste	27.165,50	50.349,30	62.416,00	74.404,00
Sul	12.984,20	23.211,00	28.098,30	33.055,20
Centro-Oeste	6.320,30	11.470,20	14.506,90	17.314,00
Brasil	70.112,30	123.623,80	151.123,90	178.405,00

Fonte: Ministério das Cidades – Secretaria Nacional de Saneamento Ambiental.

**QUADRO 3**  
Investimentos para universalização da água/esgoto – Região Nordeste, em milhões R\$  
Região Nordeste - Investimento em Sistemas de Água e Esgotos Expansão e Reposição

Estado/Investimentos	Em 2000	Em 2010	Em 2015	Em 2020
Alagoas	1.023,40	1.590,90	1.869,10	2.146,30
Bahia	4.657,40	7.735,30	9.112,90	10.520,30
Ceará	2.577,80	4.223,90	5.080,70	5.943,80
Maranhão	1.981,60	3.148,40	3.750,90	4.349,50
Paraíba	1.126,10	1.771,80	2.035,50	2.328,30
Pernambuco	2.737,80	4.278,10	4.976,00	5.709,70
Piauí	988,10	1.577,70	1.829,00	2.101,30
Rio Grande do Norte	1.022,40	1.654,60	1.971,10	2.288,30
Sergipe	774,10	1.338,20	1.642,00	1.937,20
Total	16.888,50	27.318,80	32.267,20	37.324,60

Fonte: Ministério das Cidades – Secretaria Nacional de Saneamento Ambiental.

O estudo não levou em consideração os investimentos referentes à elaboração de projetos nem à fiscalização e acompanhamento de obras. Esses custos adicionais são estimados entre 3% a 5% do valor do investimento. Nem tampouco foram considerados investimentos em instalações hidráulicas sanitárias – IHS (“banheiros”) no meio rural.

Estima-se que seja possível universalizar o atendimento da população urbana e rural com água e esgoto em 20 anos, incluindo necessidades de reposição, investindo-se cerca de 0,45% do Produto Interno Bruto – PIB (R\$ 6 bilhões), com a hipótese de crescimento anual médio do PIB de 4%.

Não é necessário nenhum estudo especial para se concluir que, em função dos valores envolvidos no projeto de universalização, estas metas são muito difíceis de serem alcançadas sem a viabilização de fontes de recursos alternativas para o governo, bem como a definição clara de como o setor privado pode participar desse processo de modernização do sistema de saneamento do Brasil.

Os principais problemas a serem resolvidos para se financiar projetos desta natureza são:

1. Restrições orçamentárias;
2. Contingenciamento do crédito ao setor público;
  - Contingenciamento de crédito ao setor público – o limite global de endividamento do setor público, estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, impede as empresas públicas, não dependentes e com capacidade de endividamento, de contratarem operações de crédito para investimento;
  - Limite de comprometimento do patrimônio líquido das instituições financeiras – restrição de crédito sob a forma do limite de comprometimento do patrimônio líquido das instituições financeiras, no nível de 45%;
  - Contingenciamento de recursos financeiros, no âmbito de repasse de recursos do OGU, em operações vinculadas a Acordos de Empréstimos Externos – os recursos financeiros necessários para integralização das contrapartidas nacionais relativas aos programas externos não estão sendo assegurados.
3. Limitada capacidade de pagamento dos tomadores de recursos.

Desta forma, é demasiadamente importante criar alternativas para superar estes problemas, com o objetivo de equacionar tanto as demandas por este tipo de serviço quanto para viabilizar o cumprimento das metas de modernização do sistema de saneamento.

Uma das opções para gerar os recursos necessários para os projetos de investimento são as operações de securitização de direitos creditórios que viabilizam a captação de recursos, possibilitando financiamentos fora do balanço do setor público, em modelos de Parceria Público Privado (PPP).

Este trabalho tem como objetivo a descrição de estruturas de operações baseadas em securitização de recebíveis que podem ser utilizadas pelo poder público para captação de recursos para financiamento de projetos de saneamento.

Segundo a proposta de classificação de pesquisa descrita por Gil (1987, p. 45), este estudo pode ser classificado, quanto ao seu objetivo, como sendo uma pesquisa exploratória. De acordo com o autor, a pesquisa exploratória tem como objetivo “[...] proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses. Pode-se dizer que estas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de idéias ou a descoberta de intuições”.

Quanto ao delineamento da pesquisa (GIL, 1987 p. 48), pode-se afirmar que corresponde a uma pesquisa bibliográfica, pois foi desenvolvida a “partir de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos”.

Inicialmente, neste artigo, apresenta-se, de forma detalhada, os conceitos que envolvem as operações de securitização. Em seguida, é apresentada uma estrutura básica de securitização para concessionárias da área de saneamento. A parte final do trabalho apresenta algumas estruturas que podem ser aproveitadas pelo governo para captação de recursos.

## **Securitização**

Vedrossi e Monetti (2002, p. 2) enfatizam que a partir da securitização é criada uma estrutura de captação de recursos inequivocamente associada à qualidade dos ativos, ou melhor, à qualidade das receitas vinculadas a esses ativos, e não à qualidade do tomador dos recursos. A qualidade do tomador de recursos pode ser agregada à operação, mas não de forma obrigatória ou necessária. Assim, o objetivo das operações de securitização é a criação de títulos representativos de determinado ativo que possam ser absorvidos indiretamente pelo mercado de capitais pela sua atratividade junto a esse mercado, passando antes por uma etapa intermediária, no âmbito de uma securitizadora.

Ao referir-se a tal assunto, Gaggini (2003, p. 21) diz que a securitização:

É o processo por meio do qual se agrupam determinadas formas de crédito, a partir dos quais são emitidos valores mobiliários no mercado de capitais, repassando (e pulverizando) o risco para terceiros, que são os investidores adquirentes dos valores mobiliários.

A despeito disso, Stuber, Bentivegna e Filizzola (1999) afirmam que “securitizar tem o significado de converter determinados créditos em lastro para títulos ou valores mobiliários a serem emitidos posteriormente”.

Kendall e Fishman (1996, p. 1) definem securitização da seguinte forma:

[...] can be defined as a process of package into a security or securities, and enhancing their credit status or rating to further their sale to third-party investor. The process converts illiquid individual loans or debt instruments which cannot be sold readily to third-party investor into liquid, marketable securities.

A securitização consiste no “empacotamento” e transferência (cessão) de recebíveis de uma empresa (originadora) para outra (securitizadora), constituída exclusivamente para adquirir estes títulos. A securitizadora de posse dos títulos fará uma oferta (pública ou privada) de títulos mobiliários, tendo como lastro os recebíveis adquiridos da originadora. Ela irá pagar pelos recebíveis à originadora através do repasse dos recursos recebidos de investidores com a oferta dos títulos.

Assim, a operação irá gerar uma antecipação de capital para originadora. Esta antecipação terá um custo inferior comparativamente às demais fontes de recursos existentes no mercado. Isto ocorre porque se presume que a inexistência de outros passivos na securitizadora (senão os provenientes da aquisição dos recebíveis) lhe proporciona uma avaliação de risco muito melhor pelo mercado do que a avaliação que receberia a empresa originadora dos recebíveis.

Assim, a originadora pode usufruir de um mecanismo de captação de recursos que **segrega parte de seu ativo** na intenção de **isolar o risco** específico da empresa do risco destes ativos, viabilizando um **custo de captação inferior** ao que seria conseguido se os ativos fizessem parte da empresa originadora.

Os investidores, por sua vez, ao comprarem os títulos da securitizadora tornam-se donos indiretos dos recebíveis e passam a ser remunerados pela realização destes recebíveis (recebimento).

### **Anatomia geral da securitização de recebíveis**

Segundo Matias (2005, p. 18), a securitização de recebíveis é o termo utilizado para identificar aquelas operações em que o valor mobiliário (título) emitido esteja lastreado ou vinculado a um direito de crédito ou recebível (direito de receber um determinado valor, como na compra ou venda a prazo).

Vedrossi (2002, p. 24) enfatiza que:

O objetivo da securitização de recebíveis, em seu sentido mais amplo, é a identificação do fluxo de caixa futuro esperado desses recebíveis, sua consolidação em pacotes, a separação destes de seu originador e sua fragmentação em títulos de investimento a serem oferecidos a investidores. Ou seja, como citado anteriormente, os investidores não estão buscando investimentos diretamente na empresa originadora, mas sim no pacote de recebíveis que lhes foi oferecido.

As etapas que compõem uma securitização de recebíveis são as seguintes:

1. A empresa originadora agrupa diversos ativos que representam créditos contra terceiros com a intenção de recebê-los antecipadamente.
2. A empresa originadora realiza a cessão dos créditos à empresa securitizadora, constituída exclusivamente para receber os créditos e lançar títulos lastreados por estes créditos (*securities*).
3. A empresa securitizadora emite títulos que são adquiridos por investidores no mercado.
4. Os recursos recebidos com o lançamento dos títulos são repassados para originadora como forma de pagamento da cessão dos recebíveis.
5. A securitizadora faz o pagamento dos investidores mediante o recebimento dos créditos cedidos pela originadora.

Para algumas destas etapas fez-se comentários sobre alguns detalhes dignos de maiores esclarecimentos.

### **Etapa de separação de créditos**

Os créditos escolhidos pela empresa para comporem a cessão para empresa securitizadora deverão possuir algumas características que os tornem atrativos ao mercado.

Vedrossi e Monetti (2002, p. 5) apresentam uma relação das principais características que os créditos a serem securitizados devem possuir:

- Geração de fluxo de caixa: é fundamental que o recebível securitizado represente uma perspectiva efetiva de geração de caixa e que o fluxo de recebimento esperado seja facilmente identificado e de fácil projeção.
- Qualidade dos recebíveis: avaliação da qualidade da origem dos créditos e análise do histórico de performance dos recebíveis.
- Diversificação: o portfólio que será securitizado deverá conter determinado nível de diversificação, evitando que fatores externos possam comprometer o desempenho da operação no futuro.
- Homogeneidade: a homogeneidade tem por objetivo facilitar a análise dos riscos por parte dos investidores.
- Independência em relação ao originador: problemas que afetem a performance do originador não podem afetar o desempenho dos recebíveis.

A capacidade de *geração de fluxo de caixa* é condição fundamental para os ativos a serem considerados em uma operação de securitização, pois a perspectiva de geração de um fluxo de caixa é o verdadeiro atrativo para os investidores. Sendo assim, quanto mais fácil o cálculo do fluxo de caixa esperado para os recebíveis, mais atrativos se tornam os créditos.

A *qualidade de origem dos créditos* está relacionada à análise da capacidade de pagamento dos créditos por parte dos devedores e também da análise das possíveis seguranças obtidas na transação comercial que originou o recebível (carnês de vendas a prazo, cobrança de mensalidades escolares etc.).

O *histórico de performance dos recebíveis* é a avaliação que permite inferir o grau de risco assumido pelos investidores no caso de não ocorrer o pagamento por parte dos devedores. O histórico de atrasos nos pagamentos facilita a projeção dos fluxos e do cálculo do risco da operação.

Visando minimizar os impactos causados por variações significativas na economia, o conjunto de recebíveis deve ser analisado sobre o aspecto da *diversificação do risco*. Isto significa dizer que o perfil dos devedores deve ser analisado e algumas características sobre a composição dos recebíveis devem ser observadas (por exemplo, 23% dos devedores são de baixa renda, 37% de classe média e 43% com renda acima da média), essa análise permite a criação de uma perspectiva mais ampla sobre o risco dos títulos, facilitando o cálculo do impacto da diversificação.

A *homogeneidade dos créditos* é obtida agrupando-se recebíveis de acordo com o tipo de crédito, valor dos créditos, tipo de devedor etc., que de alguma forma possam influenciar na performance do portfólio de créditos.

*Independência em relação ao originador* significa a completa dissociação entre os resultados gerados pelo originador e os resultados esperados com a securitização, uma vez que tais títulos são negociados com um lastro em operação de venda de bens, serviços, títulos de cobrança etc., que, por sua vez, encontram-se fundamentados em contrato específico de recebimento.

## **Etapa de cessão dos créditos**

O que fundamenta a cessão dos créditos, segundo Gaggini (2003, p. 29), é:

A idéia é possibilitar que o risco dos recebíveis cedidos seja isolado, separado, do risco representado por dívidas e compromissos pré-existentes da sociedade originadora dos créditos. Assim, os créditos passarão a ser a garantia dos investidores que subscreveram os valores mobiliários, não guardando mais qualquer relação com a originadora.

Gaggini (2003, p. 33) descreve ainda um exemplo bem ilustrativo de como a análise do risco de uma operação se altera ao se comparar uma emissão própria de debêntures e uma operação de securitização, em que a sociedade de propósito específico (SPE) que funciona como uma securitizadora, será a emissora das debêntures. Em seguida, descreve-se, de forma resumida, o exemplo em questão.

No caso da emissão própria de debêntures, a originadora opta por fazer o lançamento. Neste exemplo a análise de risco considerará todas as relações existentes entre a empresa e terceiros para determinar sua classificação de risco (*rating*). Em linhas gerais, os investidores estarão expostos a todos os riscos inerentes ao negócio da empresa originadora e dependendo do tipo de debênture negociada (com garantia real, garantia flutuante, quirografárias ou subordinadas) em caso de falência da empresa originadora os investidores concorrem juntamente com os demais credores da empresa pelo recebimento de suas participações.

Com os recursos obtidos com a venda dos bens do falido, serão pagos, primeiramente, os créditos de natureza trabalhista. Em seguida, serão pagos os créditos fiscais. Existindo recursos da massa falida, serão pagos os encargos e dívida da massa. Restando ainda recursos, procede-se então o pagamento dos créditos com direitos reais de garantia, situação esta dos debenturistas titulares de debêntures com garantias reais. Na hipótese de ainda restarem recursos, serão pagos, então os créditos com privilégio especial e, depois, os créditos com privilégio geral (classificação em que estão inseridas as debêntures com garantia flutuante). (GAGGINI, 2003, p. 34)

Depois dessa longa jornada e se ainda existirem recursos, serão pagos os créditos quirografários (classificação das debêntures quirografárias) e depois os créditos subquirografários ou subordinados, o da classe das debêntures subordinadas. Depois dos créditos subordinados restam apenas os próprios acionistas da empresa.

O risco de recebimento do investimento é somado ainda à avaliação de sua situação financeira, o que pode elevar ainda mais os custos de captação dos recursos.

Optando pela cessão dos créditos para Sociedade de Propósito Específico (SPE), a empresa elimina os riscos associados às operações com terceiros. Apesar das debêntures emitidas pela securitizadora serem regidas pelas mesmas leis das debêntures emitidas pela própria empresa e seguirem a mesma seqüência de preferência, o risco da securitizadora fica limitado ao não recebimento dos créditos.

A Sociedade de Propósito Específico ou simplesmente securitizadora é a instituição que participa da operação com a função de viabilizar a separação legal dos créditos em relação à empresa originadora.

Na operação de securitização, a Sociedade de Propósito Específico tem como funções: comprar recebíveis e emitir títulos e valores mobiliários.

Existe uma pressuposição básica em relação à Sociedade de Propósito Específico que participa de uma operação de securitização: ela deve ser constituída sob forma de sociedade anônima. Esta obrigação é entendida pela análise da legislação que contém as normas que regem a participação da securitizadora na operação.

A resolução 2.686 de 26 de janeiro de 2000 do Banco Central do Brasil (Bacen) estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários.

Parágrafo 1. A cessão de que trata este artigo somente pode ser realizada a sociedade anônima que:

I - contenha em sua denominação a expressão “Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros”;

II - capte recursos exclusivamente:

a) no País, por meio de emissão de ações, de debêntures não conversíveis para distribuição pública ou de debêntures não conversíveis subordinadas para distribuição pública ou privada, facultada a subscrição ou a aquisição, nessa última hipótese, exclusivamente pela própria instituição cedente;

b) no exterior, por meio da emissão de títulos e valores mobiliários, observadas a legislação e a regulamentação vigente;

III - disponha, em seus estatutos e nos instrumentos de emissão de títulos e valores mobiliários que, até o pagamento integral das obrigações representadas pelos títulos e valores mobiliários emitidos, fica vedada a prática dos seguintes atos:

a) transferência do controle;

b) redução do capital, incorporação, fusão, cisão ou dissolução;

c) cessão dos créditos, ou atribuição de qualquer direito sobre os mesmos, ao controlador ou a qualquer pessoa a ele ligada, em condições distintas das previstas nos instrumentos de emissão dos títulos ou valores mobiliários.

Pode-se concluir, então, que a securitizadora, para atingir seu objetivo de captação pública ou privada de recursos através da emissão de títulos (ações ou debêntures), deve ser constituída sob a forma de sociedade anônima e, dessa forma, com respectivo registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). No entanto, entende-se que caso a captação seja privada, a única exigência é a forma de constituição em sociedade anônima (ainda que fechada).

Outro detalhe importante na constituição da empresa securitizadora é quanto ao seu objeto social, que deve conter apenas a compra de créditos (recebíveis) como única atividade desempenhada pela empresa securitizadora.

A securitizadora, como possui personalidade jurídica distinta da empresa originadora, não permite que a transação de securitização seja contaminada pela situação financeira da originadora dos créditos. Isto é feito com a intenção de reduzir os custos da captação dos recursos.

### **Etapa de emissão dos títulos (*securities*)**

A emissão dos títulos por parte das securitizadoras ocorre para geração de recursos, junto aos investidores no mercado de capitais, que serão utilizados para quitação das obrigações adquiridas com a cessão dos créditos.

O principal instrumento que assegura o acesso às informações sobre a emissão é o *registro*, realizado na CVM. Nele o emissor e os demais envolvidos na emissão são obrigados a

fornecer as informações exigidas por lei, e a emissão dos títulos deve estar vinculada a disponibilização dessas informações.

A lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM, apresenta o seguinte texto sobre o registro:

Art. 19 - Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

[...]

Art. 21 - A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

### **Etapas de pagamento a originadora e dos investidores**

Após a colocação dos títulos no mercado de capitais, a securitizadora faz o pagamento da cessão dos títulos à empresa originadora com o dinheiro obtido com a venda dos títulos. Já o pagamento aos investidores ocorre no decorrer do recebimento dos créditos.

### **Outros participantes da operação**

#### **Agência de *rating***

Outra fonte de informação importante para os investidores é a classificação de risco da emissão ou mesmo das empresas envolvidas na emissão (*rating*). Uma boa classificação de risco interfere diretamente no custo de captação da operação. As empresas de *rating* podem acompanhar a operação até o seu encerramento, realizando avaliações periódicas.

#### **Agente fiduciário (*trustee*)**

A figura responsável pelo acompanhamento dos interesses dos credores (investidores) é o agente fiduciário. O agente fiduciário é o responsável pela administração de recursos ou interesses de terceiros.

O agente fiduciário também é chamado de *trustee*. O *trust* é uma obrigação assumida por um terceiro, denominado de *trustee*, que irá se responsabilizar pela administração do patrimônio de um terceiro, que será transferido para ele fiduciariamente, cabendo ao beneficiário exigir do *trustee* o cumprimento de suas responsabilidades.

As principais funções do agente fiduciário nas operações de securitização são:

- a) fiscalizar a conduta dos administradores da sociedade emitente de valores mobiliários;
- b) centralizar os recursos necessários ao pagamento dos títulos; e
- c) praticar atos que visem possibilitar que os valores mobiliários colocados junto ao público, via mercado de capitais, sejam pagos pontualmente.

Pressupõe-se assim que deva existir uma relação de independência entre o agente fiduciário e os administradores da emissora de títulos-valores (securitizados).

## Auditoria

Uma auditoria pode ser contratada para, periodicamente, emitir parecer sobre andamento da operação. Ela deve acompanhar não apenas a sociedade de propósito específico, mas também o agente fiduciário e o banco custodiante dos recebíveis.

## Banco custodiante

Um banco pode ser contratado para custodiar os recebíveis e ficar responsável pelo recebimento dos créditos e posterior repasse dos recursos para a securitizadora que se encarregará de pagar seus investidores.

A FIG. 1 demonstra os principais envolvidos na operação de securitização com suas principais formas de relacionamento.

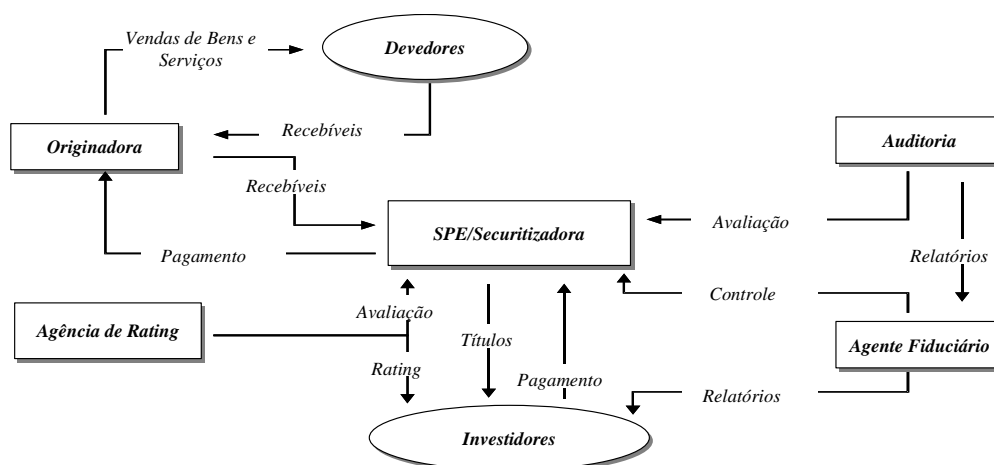


FIGURA 1 – Anatomia de uma operação de securitização  
Fonte: os autores.

## Estrutura básica de uma operação de securitização na área de saneamento

As operações de securitização para financiamento de projetos na área de saneamento seguem, em geral, as mesmas características das operações já discutidas neste trabalho.

A FIG. 2 ilustra uma operação básica de securitização. As concessionárias possuem, em seus ativos, recebíveis resultantes da cobrança de tarifas de seus usuários (1). Esta empresa cede esses ativos à uma empresa securitizadora (2). A empresa securitizadora processa a emissão de títulos (*securities*) lastreados pelos recebíveis cedidos pela concessionária (3). Com os recursos captados, através da venda dos *securities* no mercado de capitais, a securitizadora paga os créditos à concessionária (4). Os recursos recebidos pela concessionária são utilizados para

expansão e manutenção do sistema de saneamento coberto pela empresa (5). Os clientes liquidam suas dívidas com a concessionária (6). A securitizadora repassa os valores para os investidores na medida em que recebe dos clientes da concessionária.

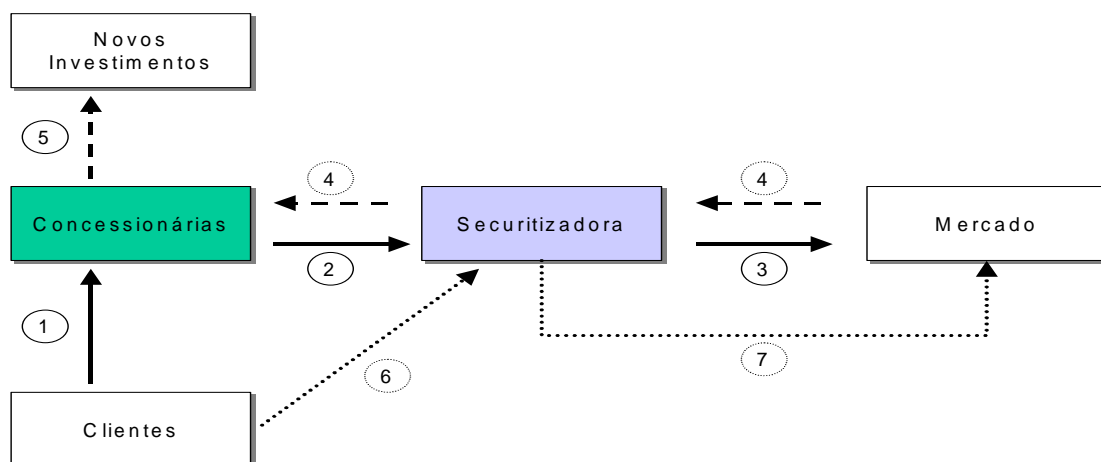


FIGURA 2 – Estrutura básica de uma securitização na área de saneamento  
Fonte: adaptado de TAVARES (2002).

Percebe-se que os créditos cedidos pela concessionária são frutos de prestações de serviços já realizados ou mesmo de projeções de realização desta prestação de serviço, isso, obviamente, aumenta o risco da operação para o mercado, mas em função do tipo de serviço (essencial) e da forma como é prestado (monopólio) este risco é amenizado.

Podem ser citados como requisitos para realização desta operação:

- a) *Rating* corporativo da companhia de saneamento básico (CSB) por uma conceituada agência classificadora de risco estabelecida no país;
- b) Avaliação da carteira de recebíveis da CSB por uma entidade indicada pela Agência de *Rating*;
- c) Avaliação da solidez jurídica da estrutura financeira da transação e todos os instrumentos jurídicos envolvidos por um conceituado escritório de advocacia.

### **Outras estruturas de operação de securitização na área de saneamento**

O novo desenho do Programa de Financiamento a Concessionários Privados de Saneamento (FCP-SAN), aprovado pelo Conselho Curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (CCFGTS) de acordo com a resolução nº 267 de 21 de outubro de 1997, que prevê o financiamento de 100% do investimento de uma SPE, que não poderá ser concessionária do serviço, além da securitização de recebíveis, o que permite que os operadores públicos tenham acesso aos recursos do Fundo de Garantia por Tempo de serviço (FGTS).

Os modelos que já estão em operação são:

- a) Locação de ativos;
- b) Obras com pagamento a prazo (possibilidade de emissão de debêntures).
- c) Foi estabelecida, também, a possibilidade de o FGTS, através da Caixa, comprar Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) vinculados a empreendimentos de saneamento.

A seguir, descrevem-se as etapas de cada uma destas modalidades.

### Locação de ativos

Outro formato que pode assumir uma operação de financiamento de obras de saneamento vinculado a recebíveis é a locação de ativos. As principais etapas na construção desta operação são:

1. Licitação de ativos futuros pela CSB;
2. Projeto de saneamento básico a ser executado pelo licitante vencedor através de uma SPE;
3. A obra será financiada pela Caixa, com recursos do FGTS.
4. Depois de concluídas as obras, o projeto será locado pela SPE à CSB;
5. A remuneração do contrato de locação será por meio de vinculação de determinadas contas de consumidores finais;
6. Um *trustee* será contratado para controlar e fiscalizar os atos da SPE e do Gestor Administrativo;

A FIG. 3 descreve como se processa a operação de locação de ativos baseada em vinculação de recebíveis.

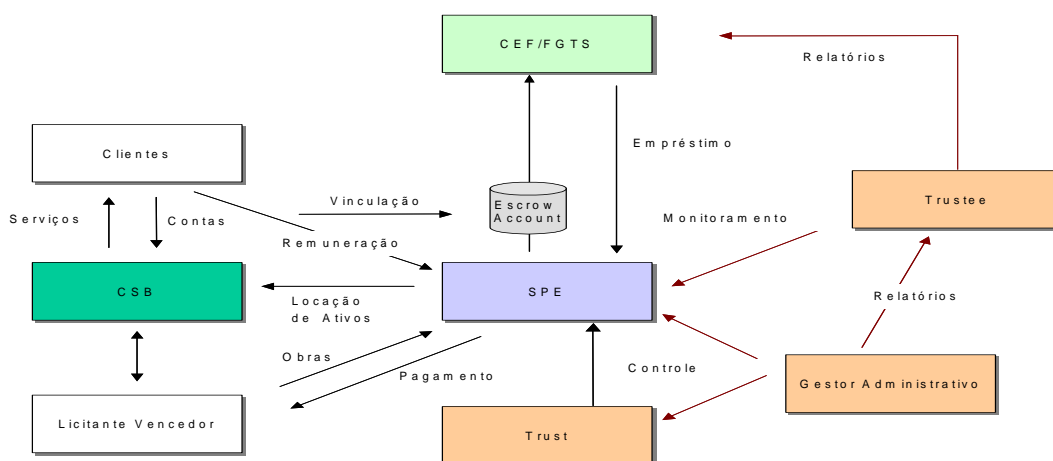


FIGURA 3 – Locação de Ativos  
Fonte: adaptado de TAVARES (2002).

## Obras com pagamento a prazo

Os gestores de CSB podem optar também pela execução das obras com pagamento a prazo intermediada por uma SPE. Os principais aspectos relacionados a esta operação são:

1. Licitação de obras com previsão de pagamento a prazo através da dação de recebíveis;
2. SPE contrata empréstimo junto a Caixa, com recursos do FGTS, e oferece os direitos creditórios e os recebíveis em garantia;
3. SPE é constituída sob o conceito de *trust*, para adquirir os direitos creditórios do Contrato de Construção detidos pelo Consórcio.

A FIG. 4 demonstra a operação.

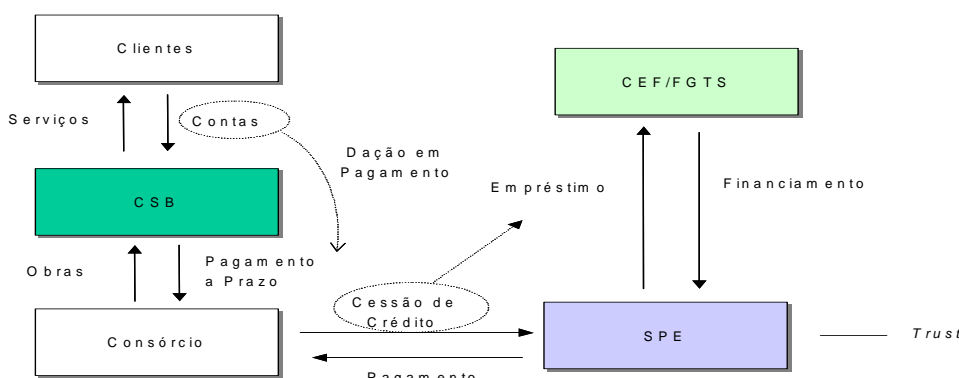


FIGURA 4 – Obras com pagamento a prazo  
Fonte: adaptado de TAVARES (2002).

## Securitização de recebíveis imobiliários

Outra forma de captação prevista pelos operadores de CSB é pela emissão de CRI.

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), de acordo com Matias (2005, p. 16), são:

Títulos emitidos por companhias securitizadoras que possuem garantia real, de livre negociação e lastreados nos fluxos de recebíveis originados por financiamentos imobiliários. Eles podem conter quaisquer indexadores (respeitando a legislação em vigor) e sem limitação de prazo.

De acordo com o conceito proposto por Matias (2005), pode-se constatar que a estruturação de uma operação com Certificado de Recebíveis Imobiliários constitui-se em uma alternativa de emissão de títulos pela SPE, portanto um caso particular de uma operação tradicional de securitização.

Deve-se, todavia, considerar algumas restrições legais quanto a utilização dos CRI por entidades públicas, segundo Matias (2005, p. 16):

Estes títulos devem estar lastreados em empreendimentos imobiliários. Entretanto, não há a especificação das características que o empreendimento imobiliário deva ter. Depreende-se que a legislação foi inspirada para empreendimentos privados e não para empreendimentos públicos.

Assim, como uma obra de saneamento básico ou de desenvolvimento urbano é um empreendimento público, há a ressalva sobre a viabilidade jurídica da possibilidade deste título oferecer como garantia uma obra pública.

Contornando-se esta ressalva, a estrutura operacional dos CRIs poderá ser utilizada para a viabilização de financiamentos de empreendimentos de saneamento e infra-estrutura urbana. Esta é uma oportunidade da CAIXA dar uma contribuição ao mercado financeiro com o fomento de um mercado ativo para estes títulos (tanto primário como secundário).

Destacam-se os como principais aspectos desta operação (FIG. 5):

1. A SPE 2 é constituída como sendo a controlada integral da SPE 1;
2. SPE 1 vende os ativos futuros e todos os seus direitos à SPE2, a qual pagará a aquisição com os aluguéis dos ativos locados;
3. SPE 1 cede os direitos creditórios imobiliários à Cia. Securitizadora;
4. A Cia. Securitizadora emite CRI a favor da CEF/FGTS.

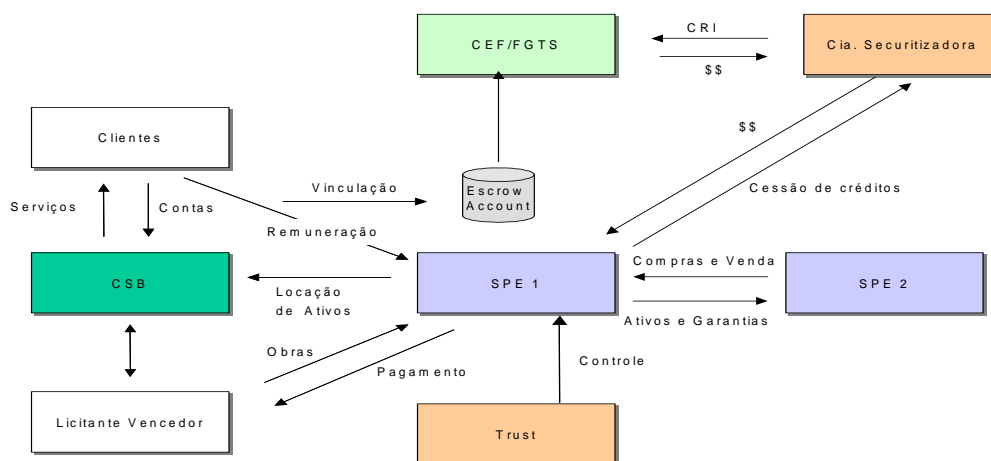


FIGURA 5 – Securitização de recebíveis imobiliários  
Fonte: adaptado de TAVARES (2002).

### Considerações finais

São visíveis as demandas do setor de saneamento básico no Brasil e as dificuldades de se encontrar fontes de financiamento para suprir estas demandas. Encontrar alternativas de financiamento é um grande desafio para os órgãos públicos. Esta tarefa se torna mais difícil com as limitações e os comprometimentos de recursos definidos pelos instrumentos legais criados para controle do poder público.

A realização de operações financeiras com base na securitização de recebíveis tende a viabilizar a captação de recursos, pois, além de segregar os riscos dos originadores dos recebíveis, facilita a criação dos meios necessários para se encontrar financiamentos.

O principal instrumento de financiamento do setor de saneamento continua sendo a tarifa, que em tese deveria ser suficiente para novos investimentos e para dar manutenção na estrutura instalada. Além disso, a tarifa ainda deveria ser suficiente para a ampliação da rede de saneamento.

Contudo, com os objetivos de ampliação da rede de atendimento e até da universalização dos serviços, o total de recursos envolvidos é muito significativo e enseja a necessidade de se repensar o modelo atual de financiamento. Uma das alternativas, além da manutenção do financiamento do setor público, é a participação do setor privado.

Novas modalidades de financeiras poderiam ser incorporadas, como *Project Finance*, *Funding* e securitização de receitas. Este trabalho descreveu este último instrumento financeiro e apresentou os elementos básicos deste tipo de transação, além de descrever outras formas de modalidades de securitização que poderiam ser utilizadas no financiamento da rede de saneamento no Brasil.

#### **Abstract**

This study aims to describe operation structures based on receivables securitization, which can be used by the public power in order to raise funds to finance basic sanitation projects in Brazil. Major elements involving the transaction of securitization, as well as how this operation can be used to meet part of the demand for resources in the sewage sector in Brazil, are focused on in detail. Regarding methodology, this research has been classified as exploratory for its aim, as well as bibliographic in what concerns its outlines. The research has demonstrated that securitization is an interesting option for raising funds and diversifying financing sources for governmental sewage programs.

**Key words:** Securitization; Basic sanitation; Financing options.

#### **Referências**

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro:** aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Pioneira, 1999.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **Resolução 2.686, de 26 de janeiro de 2000.** Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Disponível em: <http://www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=100014921&C=2686&ASS=RESOLUCAO+2.686>. Acesso em: 2 mai. 2008.

BRASIL. **Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm). Acesso em: 2 mai. 2008.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Emprego. **Resolução 267, de 21 de outubro de 2002.** Aprova o Programa de Financiamento a Concessionários Privados de Saneamento (FCP/SAN). Disponível em: [http://www.mte.gov.br/legislacao/resolucoes/1997/r\\_19971021\\_267.pdf](http://www.mte.gov.br/legislacao/resolucoes/1997/r_19971021_267.pdf). Acesso em: 2 mai. 2008.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de recebíveis**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1987.

KENDALL, L.; FISCHMAN, M. **A primer on securitization**. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1996.

MATIAS, Alberto Borges. **O mercado de capitais como alternativa para financiamento da infra-estrutura e saneamento**: o caso brasileiro da Caixa Econômica Federal. X Congresso Internacional del CLADEA sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública. Santiago, Chile, 18 - 21 Oct. 2005, p. 1-20.

Ministério das Cidades. **Sistema nacional de informações sobre saneamento**. Disponível em: <http://www.cidades.gov.br//index.php?option=content&task=section&id=49&menufid=475&menupid=215&menutp=saneamento>. Acesso em: 30 jun. 2007.

ROMANO, Amaryllis. **Setor de saneamento ainda deve apresentar gargalos**. AE Setorial OESP, São Paulo, 4 de novembro de 2003. Disponível em: <<http://notes2.abcp.org.br:8080/Producaoclipp/clipp.nsf/0/3f7a8c5e1f76337b03256dd40050a5c7?OpenDocument>>. Acesso em: 18 dez. 2003.

STUBER, Walter Douglas; BENTIVEGNA, Enrico Jucá; FILIZZOLA, Henrique Bonjardim. **O Instituto da Securitização de Créditos no Brasil**. Disponível em: <[www.amarostuber.com/info21.htm](http://www.amarostuber.com/info21.htm)>. Acesso em: 5 abr. 1999.

TAVARES, Rogério de Paula. **Desafios para o tratamento de esgoto sanitário em Minas Gerais** - modalidades de empréstimos. Belo Horizonte: ABES - MG, 2002. 20 slides: color. Slides gerados a partir do software PowerPoint.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. **A securitização de recebíveis**: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil. 2002. 111p. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Construção Civil), Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

VEDROSSI, Alessandro Olzon; MONETTI, Eliane. **A securitização de recebíveis imobiliários**: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil. São Paulo: Edusp, 2002.