

2014

Operações de Recebíveis de Royalties de Petróleo II

Nota Técnica 14

Diretoria de Investimentos
PREVI-RIO
11/2014



Nota Técnica nº 14

Operações de Recebíveis de Royalties de Petróleo II

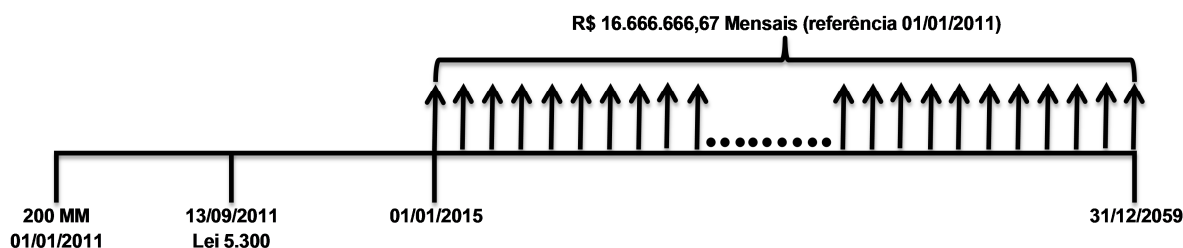
1. Introdução

O presente estudo tem por objetivo aprofundar os conhecimentos técnicos já iniciados na Nota Técnica nº 11, divulgada no sítio eletrônico institucional deste Instituto de Previdência. A relevância do tema se justifica pela proximidade do início da efetivação das transferências previstas na Lei 5300/2011, que tem por finalidade primordial a capitalização do FUNPREVI em longo prazo.

2. Fundamentos da Lei 5300/2011

O art. 20, §1º da Constituição Federal de 1988 garante aos Municípios a participação no resultado da exploração petrolífera. O art. 52, VII da Carta Magna, combinado com a art. 5 da Resolução do Senado Federal nº 43/2001, permite a capitalização de Fundos de Previdência abrangendo períodos posteriores ao mandato do Chefe do Poder Executivo. O Município do Rio de Janeiro, no ano de 2011, elaborou a Lei nº 5300, denominada Lei de Capitalização do FUNPREVI, onde prevê que, dentre outros mecanismos de capitalização, devem ser cedidos ao Fundo o valor de R\$ 200 milhões/ano, com fundamento no arcabouço jurídico acima mencionado, a título de *royalties* de petróleo recebidos pelo Município. Este fluxo de recursos, pagos mensalmente a partir de 01/01/2015 até 31/12/2059, tem como data de referência do valor a de 01/01/2011, atualizados anualmente a partir de então, de acordo

com a variação do IPCA-e. O fluxo encontra-se mostrado na figura a seguir.



A Lei Municipal nº 5300 permite a alienação onerosa dos direitos, podendo ser executada pelo Município ou diretamente pelo FUNPREVI. Esta alienação normalmente é realizada por uma operação de emissão de títulos recebíveis no mercado de capitais, representativos dos créditos a receber, ou seja, há uma conversão de créditos em lastro para emissão de títulos ou valores mobiliários. Esta operação é denominada de Securitização de Recebíveis, derivada do termo em inglês “*securities*” (títulos de crédito e valores mobiliários).

3. Histórico acerca da Securitização de Recebíveis

Operação lastreada nos mais diversos tipos de ativos, a Securitização de Recebíveis surgiu como uma criação de um novo canal de captação de recursos, via mercado de capitais, permitindo um alongamento do “*funding*” para capital de giro em empresas. Ou seja, têm permitido que as carteiras de ativos tornem-se mais líquidas. A operação teve rápido crescimento nos Estados Unidos, e vem representando, desde 2011, mais de 50% do PIB americano.

Cada vez mais a Securitização de Recebíveis vem se tornando uma alternativa de financiamento a tomar o lugar dos

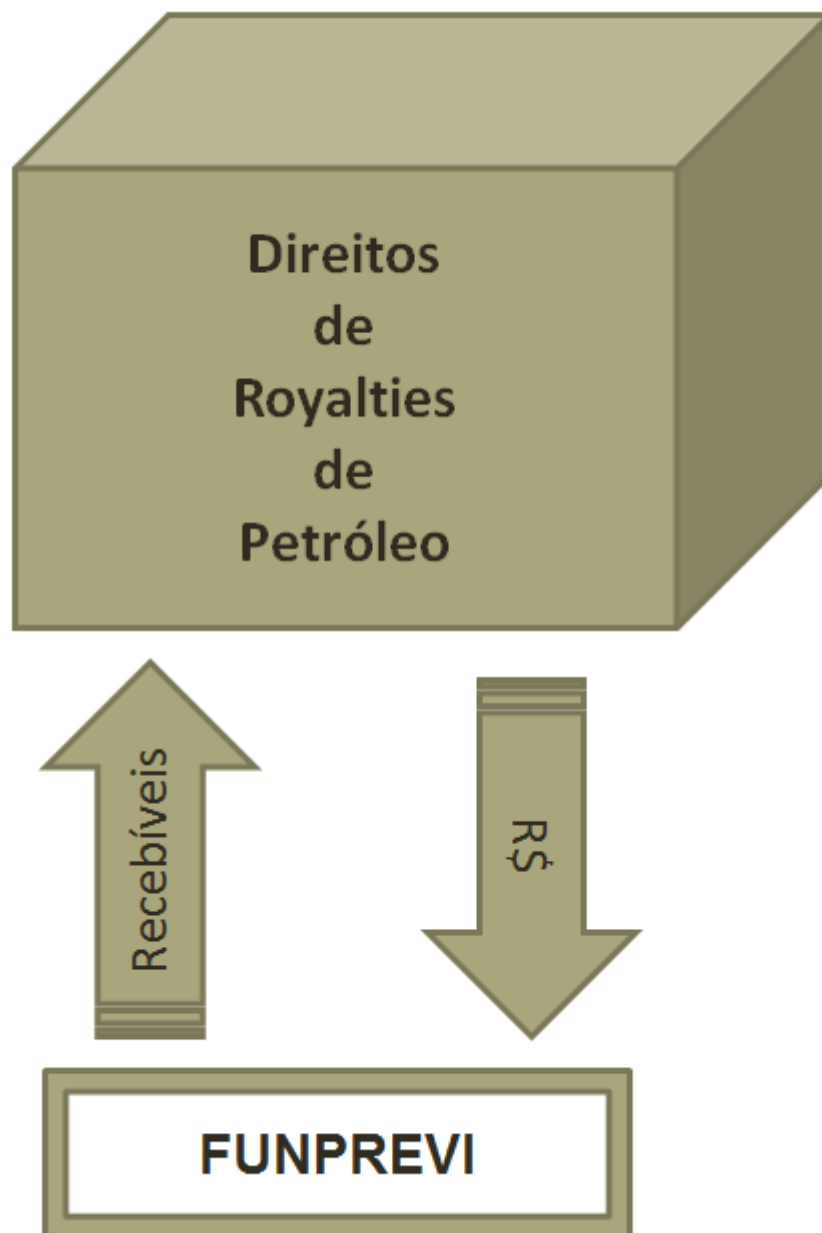
empréstimos bancários convencionais, constituindo um mercado de emissão direta. Para os investidores, possibilita um maior retorno, pela ausência de intermediação financeira na forma tradicional de um “*spread*” bancário, e um menor risco, em função das garantias e da qualidade dos ativos que estejam lastreando essas operações.

A relação entre o Cedente dos créditos e os devedores é estabelecida por meio de um Contrato de Cessão de Direitos Creditórios, conforme indica o diagrama abaixo, válido para os mais diversos segmentos econômicos (financeiro, industrial, comercial, imobiliário, de prestação de serviços, etc):



4. A Securitização Aplicada ao Caso Concreto do FUNPREVI

No caso do Fundo de Previdência, a relação é estabelecida conforme indica o diagrama, sendo o sacado o Município do Rio de Janeiro (devedor dos direitos creditórios do FUNPREVI):



5. Tipos de Operações de Securitização

Por meio de pesquisa realizada na literatura existente sobre o assunto, ainda rara, e sítios eletrônicos da *internet*, foram encontrados três formas mais comuns de estruturação de operações de securitização de ativos: a troca direta por títulos públicos federais, emitidos pelo Tesouro Nacional, a emissão direta de títulos e valores mobiliários e por intermédio de fundos de investimentos de direitos creditórios (FIDC).

5.1. Troca por Títulos Públicos

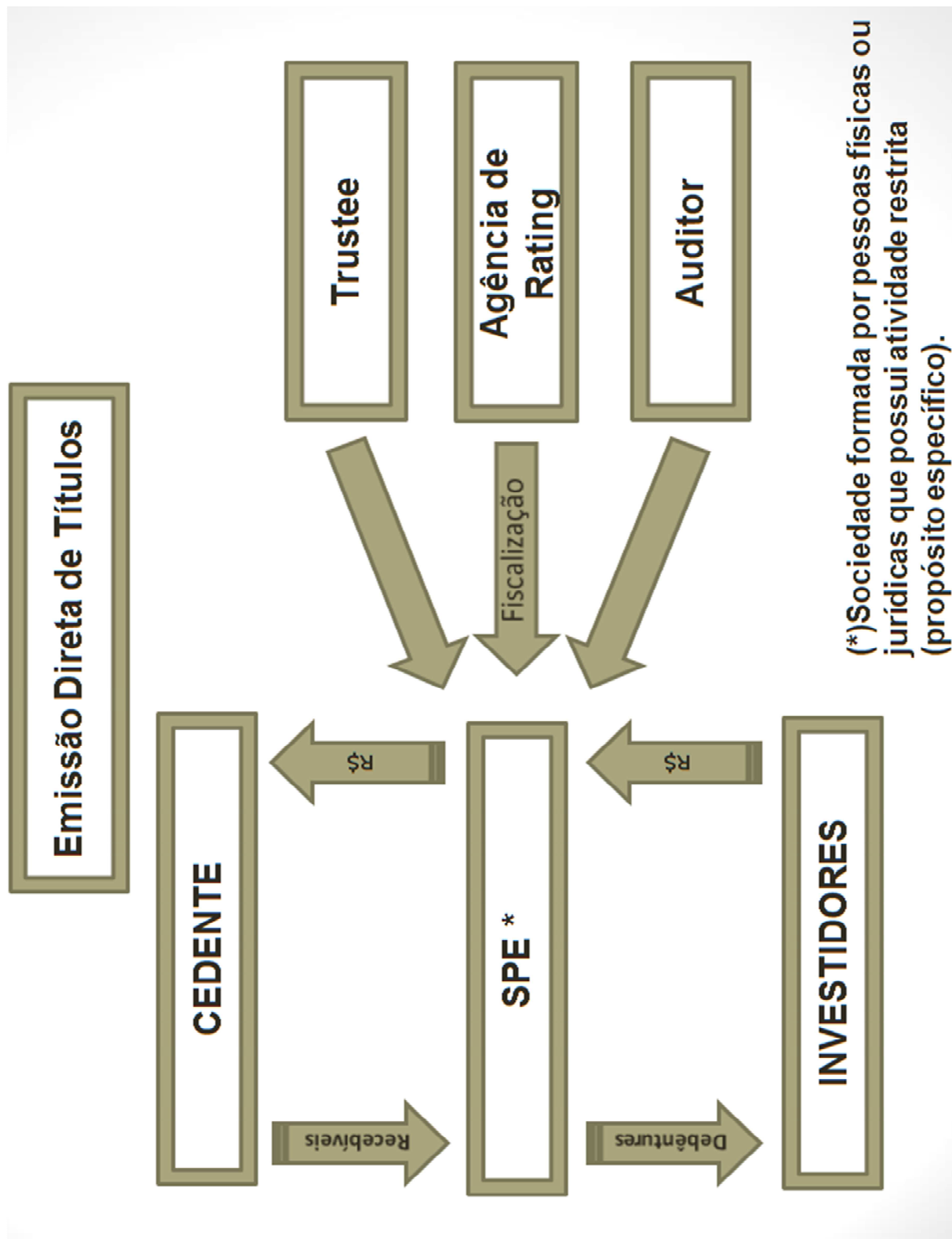
A primeira modalidade, por troca direta com títulos públicos federais, foi prevista na Medida Provisória nº 2.181-45, de 24/08/2001, posteriormente transformada na Lei 10.712, de 12/08/2003. Os parágrafos terceiro e quarto do art. 16 da mencionada MP, previam a possibilidade de pagamento em Certificados Financeiros do Tesouro (CFT), referentes a dívidas da União ou na capitalização de fundos de previdência. Já a mencionada Lei autorizou a União, até a data de 31/12/2003, a adquirir dos Estados e do Distrito Federal créditos relativos à participação governamental obrigatória nas modalidades de *royalties*, participações especiais e compensações financeiras, relativos à exploração de recursos hídricos para fins de energia elétrica, petróleo e gás natural. Posteriormente, não houve outras previsões deste tipo de operação.

5.2. Emissão Direta de Títulos

A segunda modalidade, por emissão direta de títulos, é realizada por intermédio de uma Sociedade de Propósito Específico

(SPE), que trata-se de um modelo de organização empresarial, através do qual uma nova empresa, limitada ou sociedade anônima, é constituída unicamente para um objetivo específico. No Brasil, a primeira SPE data do ano de 1992, com a entrada em mercado das debêntures da *Mesbla Trust*.

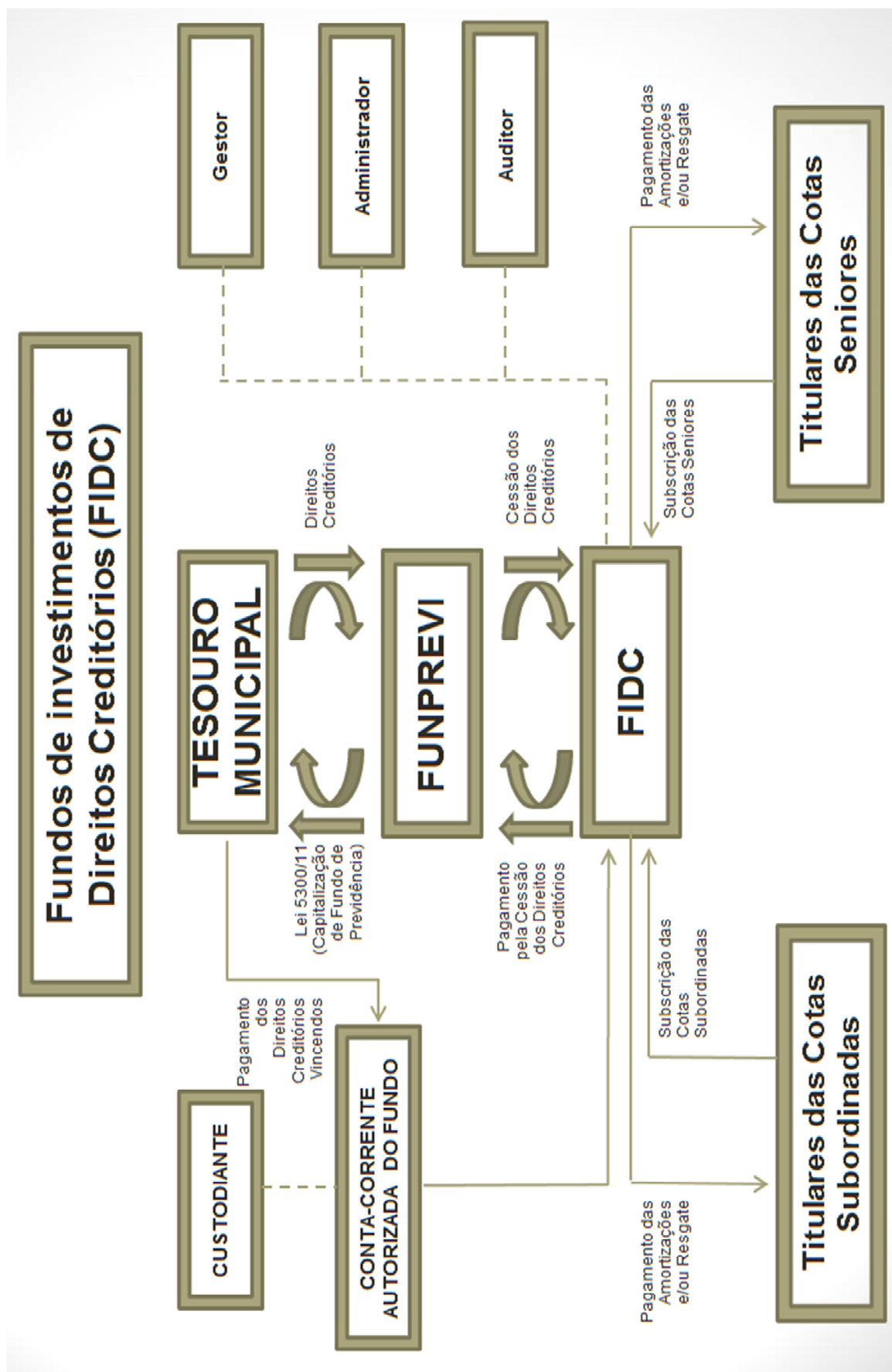
Conforme o desenho esquemático apresentado a seguir, o cedente transfere, em caráter definitivo, os recebíveis para a SPE, recebendo a contrapartida em recursos financeiros. Por sua vez os investidores adquirem os títulos referentes, normalmente na forma de debêntures, remunerando a SPE em recursos financeiros. O fluxo de recursos financeiros é então segregado através de uma conta corrente da SPE. Neste esquema torna-se claro que o principal objetivo da securitização é mitigar ou segregar os impactos que uma eventual falência ou outro evento de reorganização societária do cedente possa ter sobre os créditos cedidos. Na esfera da SPE pairam agentes fiscalizadores, tais como o agente fiduciário, voltados à representação legal dos investidores (*Trustee*), uma agência de *rating*, a fim de emitir uma classificação de risco dos títulos envolvidos, informação necessária para divulgação ao mercado, e auditoria contábil para controle das operações.



5.3. Fundo de Investimentos de Direitos Creditórios – FDIC

A terceira modalidade diz respeito a uma estruturação de um Fundo de Investimentos de Direitos Creditórios, reconhecido pela sigla geral FIDC, regulamentado inicialmente pela instrução normativa do Comissão de Valores Mobiliários INCVM 356/2001, posteriormente alterada ou complementadas pelas INCVM's 393/2003, 444/2006, 484/2010, 489/2011 e 531/2013. O desenho esquemático abaixo encontra-se adaptado para uma operação genérica dos direitos de *royalties* concedidos ao FUNPREVI por intermédio da Lei 5.300/2011.

Pode-se observar que a relação jurídica entre o FUNPREVI e o FIDC se dá por intermédio de um Contrato de Cessão de Direitos Creditórios, no qual os ativos (os recebíveis) passam a pertencer ao FIDC.



Neste desenho são identificados os seguintes agentes/intervenientes:

- Custodiante: verifica os direitos creditórios quanto ao atendimento do critério de elegibilidade e o lastro do Fundo. É responsável pela liquidação financeira.

- Conta-corrente autorizada do Fundo: normalmente o agente oficial é o Banco do Brasil, por ser o agente financeiro do Tesouro Federal, responsável pelo repasse/distribuição dos *royalties* aos Estados e Municípios.

- Gestor e Administrador: o gestor é aquele que gere os ativos do Fundo, função que pode ser exercida também pelo Administrador do Fundo, que é o responsável pelo condomínio perante os cotistas e a CVM. O Administrador é o responsável também pelas contratações em geral, tais como auditoria, agência de *rating* e agente fiduciário. Tais serviços são normalmente remunerados por uma taxa de gestão e uma taxa de administração respectivamente, ambas desembolsadas pelo contratante do Fundo.

- Auditor: executa o exame cuidadoso e sistemático das atividades desenvolvidas pelo Fundo, com o fim de averiguar se estão de acordo com as disposições planejadas, se foram implementadas com eficácia e se estão adequadas (em conformidade) tendo em vista os objetivos.

- Titulares das quotas subordinadas: são os investidores que adquirem quotas subordinadas, as quais servem de garantia para as quotas seniores. São quotas de maior risco, aquelas que em primeiro lugar absorvem a inadimplência do *pool* securitizado. Não possuem rentabilidade fixada (seguem a regra geral de maior risco, maior retorno). São quotas subordinadas às seniores, para efeito de amortização e resgate, normalmente subscritas pelo originador dos recebíveis, para dar credibilidade ao mercado, e utilizadas para suportar riscos da carteira do FIDC. Em algumas estruturas subdividem-se em júnior e mezanino.

- Titulares das quotas seniores: são os investidores que adquirem quotas seniores que, ao contrário das subordinadas, possuem maior nível de segurança, com preferência no recebimento dos recursos. Usualmente têm rentabilidade fixada (menor risco, menor retorno). Têm prioridade não somente no resgate, mas também na amortização.

O fluxo de recursos provenientes dos recebíveis rentabilizará os investidores no prazo estipulado pelo Regulamento do Fundo (quotista sênior). O excedente, após pagamento de todas as despesas do Fundo, rentabilizará o quotista subordinado.

6. Conclusão

Em virtude das questões judiciais e políticas que ora envolvem a questão da distribuição dos *royalties* no Brasil, pendente de liminares e com disputa dos Estados por maiores repasses desta receita, a equipe técnica do FUNPREVI considera não ser adequada a operação de antecipação enquanto não forem decididas tais questões. Este opinamento decorre de pesquisas realizadas com as principais Instituições Financeiras que normalmente participam de antecipações, as quais ressaltaram que, tendo em vista as circunstâncias acima relatadas, estas operações têm sido efetivadas de formas desvantajosas para os cedentes dos créditos provenientes dos *royalties*.

Elaborado por:

Equipe Técnica da Gerência de Ativos Mobiliários