



Confederação das Associações
Económicas de Moçambique

*Pelouro da Política
Financeira*

SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS COMO ALTERNATIVA PARA O FINANCIAMENTO ÀS PME'S

JANEIRO DE 2019

Nota: Este documento foi elaborado pelo Pelouro da Política Financeira da CTA para publicação e apresentação ao Banco de Moçambique no âmbito do DPP

Pela Melhoria do Ambiente de Negócios

SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS COMO ALTERNATIVA PARA O FINANCIAMENTO ÀS PME'S

Autor:

Roque Magaia

(Assessor do Pelouro da Política Financeira)

RESUMO

A securitização de Direitos Creditórios é um mecanismo financeiro recente e revolucionário, capaz de transformar recebíveis (direitos creditórios que geram fluxos de caixa futuro) detidos por um agente económico, como por exemplo uma empresa que possui créditos a receber em títulos ou valores mobiliários negociáveis no mercado de capitais, permitindo, assim, a antecipação de recursos que só seriam realizáveis no futuro. A securitização desponta como uma poderosa ferramenta de financiamento as PME's, baseada essencialmente na mobilização de activos e na desintermediação financeira, a qual é capaz de mitigar o elevado custo de crédito presente no financiamento bancário tradicional. Portanto, tendo em conta as dificuldades que as PME's moçambicanas enfrentam para aceder ao financiamento por via dos canais tradicionais, o Pelouro da Política Financeira da CTA, no âmbito dos esforços que tem vindo a envidar para a promoção de alternativas de financiamento ao sector privado, propõe a utilização deste mecanismo de financiamento como uma alternativa viável para o financiamento às PME's.

Nesta ordem, propomos que se criem condições legais para a implementação deste mecanismo de financiamento, tais como, (i) a criação de uma lei que autoriza as operações de securitização e (ii) a criação de uma lei que institui a constituição do Veículo de Propósito Específico.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO.....	5
1.1. Contexto.....	5
1.2. Âmbito e Objectivos.....	5
2. SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS COMO ALTERNATIVA AO FINANCIAMENTO	7
2.1. Enquadramento conceptual.....	7
2.2. Estrutura da securitização de direitos creditórios	8
2.3. Experiencia de alguns países com a securitização	9
2.3.1. Africa do sul	9
2.3.2. Brasil.....	10
3. SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS COMO ALTERNATIVA PARA O FINANCIAMENTO AS PME'S EM MOÇAMBIQUE	11
3.1. Vantagens e inovação	11
3.2. Reformas necessárias.....	12
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	12

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contexto

O papel das PME's na dinamização da economia e na criação de emprego tem sido cada vez crescente nos países em desenvolvimento e de baixa renda como Moçambique. No entanto, o fraco nível de desenvolvimento financeiro associado ao alastramento e degeneração da assimetria de informação e outras falhas de mercado, tem tornado o acesso ao financiamento às PME's cada vez mais infausto. Dado isto, os economistas e fazedores de políticas económicas, procuram encontrar alternativas de financiamento que se mostrem mais viáveis em termos de custos de financiamento e exigências de elegibilidade comparativamente aos canais tradicionais.

Dentre várias alternativas, a que mais se tem destacado recentemente é a securitização de direitos creditórios, ou em inglês "*Securitization of trade receivables*". Este mecanismo de financiamento ganhou maior visibilidade após a crise financeira de 2008, quando as formas de financiamento tradicionais por via de bancos comerciais tendiam a tornaram-se inviáveis para as PME's dos países em desenvolvimento por conta do elevado custo de financiamento e o alto nível de incerteza gerado por desequilíbrios macroeconómicos.

Nesta ordem, a Securitização de Direitos Creditórios emergiu como a alternativa mais viável para o financiamento às PME's no mundo moderno, o que torna a utilização deste mecanismo de financiamento uma grande aposta para os países em desenvolvimento como Moçambique que enfrentam sérios desafios no pilar de acesso ao financiamento às Pequenas e Médias Empresas.

1.2. Âmbito e Objectivos

Este artigo pretende mostrar como a securitização de direitos creditórios pode ser usada como uma alternativa viável para o financiamento às PME's em Moçambique, ajudando a entender como este mecanismo funciona e encorajar discussões entre os vários stakeholders sobre novas formas de financiamento a economia.

Especificamente, pretende-se:

- (i) Analisar a forma de funcionamento deste mecanismo avaliando as experiências dos outros países; e
- (ii) Discutir até que ponto o financiamento as PME's por via da securitização de direitos creditórios pode ser viável em Moçambique.

Importa referir que esta iniciativa enquadra-se no *framework* de prioridades de reformas do pelouro financeiro da CTA que, em coordenação com o Banco de Moçambique, tem vindo a envidar esforços que visam a promoção de alternativas de financiamento e criação de novos produtos financeiros que resultem em facilidades de acesso ao financiamento ao sector empresarial, em particular as PME's. Portanto, esta iniciativa poderá ajudar a tornar o debate sobre as alternativas de financiamento mais aceso e conceber ilações de políticas que possam contribuir para a prossecução deste desiderato.

1.3. Problema e relevância

A economia de Moçambique enfrenta grandes desafios no que concerne ao acesso ao financiamento ao sector empresarial, em especial as PME's que representam a maior percentagem do tecido empresarial nacional. Uma vez que os mecanismos tradicionais – por via da banca comercial, têm se mostrado bastante ineficientes e inviáveis, torna-se necessário apostar em outras alternativas viáveis assentes na desintermediação financeira e na utilização do mercado de capitais como um veículo de financiamento a economia.

Embora existam algumas alternativas, como é o caso do financiamento directo na bolsa de valores por via de instrumentos como acções, obrigações e papel comercial, que se tem tornado mais acessíveis para as PME's com a criação do "segundo mercado" pelo Decreto-lei nº 4/2009 de 2 de Junho, tem se notado, no entanto, que as PME's ainda enfrentam sérias dificuldades para aceder a este canal de financiamento, sendo que uma das razões frequentemente invocada é a falta de informação sobre o funcionamento e vantagens deste mercado. Contudo, existem razões mais profundas que o sector privado tem vindo a levantar, nomeadamente, (i) o facto do mecanismo de financiamento na bolsa não estar totalmente dissociado da banca comercial, uma vez que quase todos correctores e operadores de bolsa são bancos comerciais e

(ii) o facto das PME's Moçambicanas ainda não estarem preparadas para reunir a totalidade dos requisitos necessários para admissão a cotação na bolsa.

Assim, dado que a alternativa existente não tem tido muito sucesso no financiamento as PME's, torna-se urgente a avaliação de outras alternativas. Neste âmbito, o Pelouro da Política Financeira da CTA propõe a securitização de direitos creditórios como uma alternativa viável que, para além de facilitar o financiamento às PME's, poderá contribuir igualmente para o desenvolvimento e alastramento das operações na bolsa de valores.

2. SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS COMO ALTERNATIVA AO FINANCIAMENTO

2.1. Enquadramento conceptual

A "Securitização" é o processo de transformação de uma variedade de activos financeiros e não financeiros em títulos financeiros negociáveis e transaccionáveis em bolsa (Neto, 2003)¹. Estes títulos são lastreados pelos activos que os criaram e são comumente denominados "*Asset Backed Securities*" da sigla em Inglês "ABS", que significa ***Títulos Lastreados por Activos***. Os fluxos de caixa gerados por estes activos são usados para liquidar o valor nominal destes títulos, os encargos associados bem como as despesas da operação.

A Securitização de Direitos Creditórios (SDC) é o processo em que os activos titularizados são os créditos que uma empresa detém junto dos seus clientes em operações de venda a prazo. O objectivo desta operação, é permitir que a empresa emissora possa obter recursos sem comprometer o seu limite de crédito junto aos credores e sem prejudicar os índices de endividamento do seu balanço. Conforme discute Machado (2010), a securitização de direitos creditórios é um excelente veículo de segregação de risco, uma vez que o risco do título não está associado a empresa emissora, mas sim ao seu cliente.

¹ Neto, Alexandre Assaf. "Mercado Financeiro", 5ª ed. Editora Atlas, São Paulo, 2003. P. 129

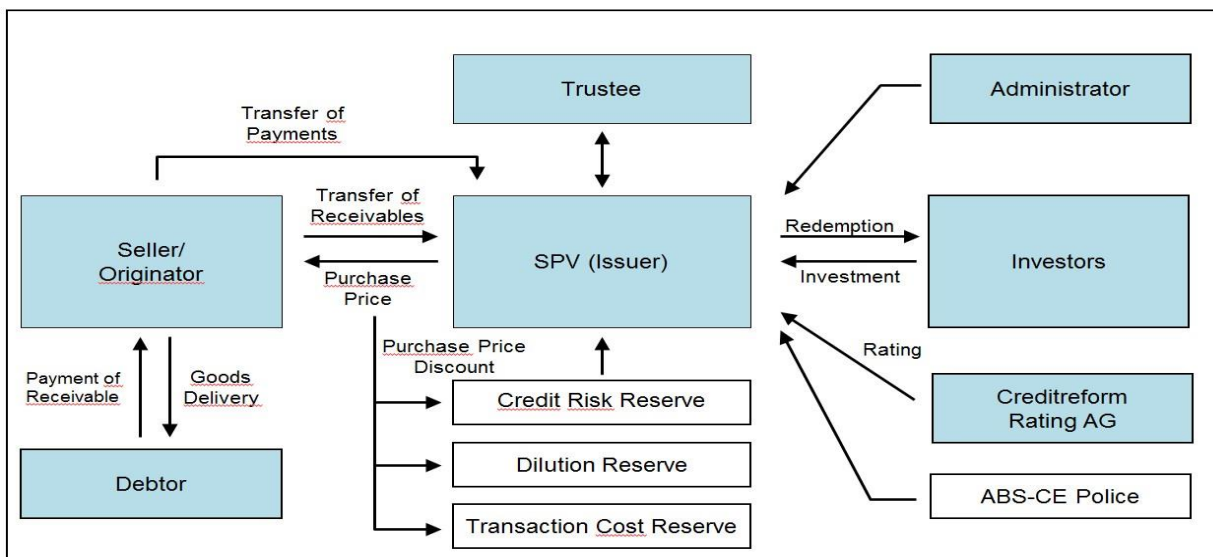
Nestas operações, a empresa emissora ou tomadora de recursos, negocia a sua carteira de direitos creditórios ou recebíveis com uma empresa criada especialmente para este propósito, denominada **Veículo de Propósito Específico** (*Special Purpose Vehicle*) que por sua vez capta os recursos no mercado mediante a emissão de títulos lastreados nestes valores adquiridos.

Os títulos de direitos creditórios são bastante atractivos pelo facto dos recebíveis serem geralmente de curto prazo enquanto que os títulos criados são de longo prazo, o que permite que a Empresa de Propósito Específico possa ter caixa bem antes do vencimento dos títulos.

2.2. Estrutura da securitização de direitos creditórios

A operação de securitização de direitos creditórios envolve intervenientes de diferentes segmentos da economia, sendo que os principais agentes do processo são: (i) o originador ou cedente; (ii) o veículo de securitização; (iii) o investidor e (iv) agentes externos, conforme ilustra a Figura 1.

Figura 1: Estrutura básica de securitização de direitos creditórios



Fonte: Creditreform Rating (2016)

Conforme ilustra a Figura, a operação inicia com o **Originador** (*seller*) que vende os seus produtos a prazo para o **Devedor** (*Debtor*). Nesta operação, o **Originador** possui um crédito (doravante denominado Direito creditório ou recebível) junto do **Devedor**, a receber numa data futura *n*. O Originador por sua vez, com vista a satisfazer a sua necessidade imediata de recursos, transfere este direito creditório para o **Veículo de Propósito Específico** ou *Special Purpose Vehicle* (*SPV*) que

transforma estes direitos em títulos que, após uma avaliação de risco e conformidade pelos diferentes agentes externos ilustrados na Figura 1 (Trustee, Creditreform Rating AG, Administrator, ABS-CE police, etc) serão vendidos aos investidores em troca de um valor de face que será canalizado para o Originador financiar a sua necessidade de recursos (**Nota:** *para mais detalhes do funcionamento e o papel de cada agente deste processo vide Creditreform Rating*²)

Uma vez que o direito creditório é geralmente de curto prazo e o título criado é de longo prazo, a dívida do Devedor será integralmente liquidado antes do vencimento do título em posse do investidor, o que pode tornar o custo de financiamento por este canal relativamente mais baixo.

2.3. Experiência de alguns países com a securitização

2.3.1. África do sul

No início de 1999, houve um interesse elevado no mercado de securitização na África do Sul, o que levou a uma série de transações que foram realizadas nos principais mercados Sul africanos. As transações mais conhecidas incluem as seguintes; a primeira de uma série de operações de securitização foi realizada pelo *Retail Apparel Group (RAG)*, que securitizou 600 Milhões de Randes em seu livro de devedores e em outubro de 1999 a Unibank securizou cerca de 430 Milhões de Randes dos seus empréstimos. Em Maio de 2000, a Gensec, JP Morgan e Real Africa A. Durolink lançaram o fundo Kiwane, que é um fundo de obrigações garantidas por dívidas em que títulos corporativos e dívidas servem como activos subjacentes para questões de segurança. O fundo começou com uma emissão de 500 milhões de Randes e cessará a primeira emissão quando atingir R \$ 2 bilhões.

² Creditreform Rating AG Rating Methodology – Trade Receivable Securitizations – 07/2016

De acordo com Saayman e Styger (2003)³ espera-se que o mercado de securitização na África do Sul se expanda rapidamente por conta da flexibilidade e diminuição de barreiras regulatórias bem como o interesse cada vez crescente dos investidores em títulos lastreados por activos não financeiros.

2.3.2. Brasil

A securitização de recebíveis começou a ganhar visibilidade no Brasil a partir do final da década de 90. Desde então, a securitização de activos vem se firmando no mercado brasileiro como uma importante alternativa de captação de recursos. De acordo com Machado (2010), essa inovação financeira tem permitido às empresas brasileiras o acesso directo ao mercado de capitais, para a venda de títulos lastreados em suas carteiras de recebíveis, eliminando a intermediação bancária e permitindo reduções no custo de capital, inclusive em comparação com títulos convencionais de dívida corporativa.

Este mecanismo de financiamento alastrou-se para o sector agrário brasileiro em 2004 com a aprovação da Lei 11.076/2004 que cria os novos títulos do agronegócio (CDA-WA, CDCA, LCA e CRA), inspirada na legislação da securitização imobiliária (SFI - Lei 9.514/97), buscando disponibilizar ao agronegócio uma nova fonte de recursos, via emissão de títulos no mercado de capitais. Desde então, um número crescente de operações estruturadas com esses papéis pôde ser observada, demonstrando sua funcionalidade e potencial. No entanto, o volume de captações públicas mais sofisticadas fundadas na emissão de cotas dos fundos de investimentos em direitos creditórios ainda se apresenta muito reduzida em relação à demanda do agronegócio por financiamento, sobretudo tendo-se em conta a representatividade desse sector no Brasil.

³ Saayman, A. e Styger, P. 2003. Securitisation in South Africa: Historic Deficiencies and Future Outlook. SAJEMS NS 6 (2003) No 4.

3. SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS COMO ALTERNATIVA PARA O FINANCIAMENTO AS PME'S EM MOÇAMBIQUE

3.1. Vantagens e inovação

- (i) As PME's moçambicanas enfrentam sérios constrangimentos no acesso ao financiamento por via dos canais tradicionais (Banca Comercial), sendo que um dos principais factores que os bancos mencionam para justificar este facto é o elevado risco que estas empresas comportam. Em relação a esta questão, a securitização de direitos creditórios é extremamente vantajosa na medida em que permite segregar e diversificar o risco transferindo-o de tal forma que o risco de *default* seja decorrente da inadimplência do cliente e não necessariamente da PME que procura financiamento por via da emissão destes recebíveis.
- (ii) A Securitização de Direitos Creditórios é um instrumento de desintermediação financeira que dispensa a assistência da Banca no processo. Um dos principais problemas que o sector privado moçambicano levanta em relação ao financiamento directo via Bolsa de valores é o facto de que a maior parte dos intermediários do processo (Correctores e Operadores de bolsa) são bancos comerciais que têm a função de prestar assistência às PME's na colocação dos títulos no mercado. No entanto, no processo de securitização de direitos creditórios, a existência do **Veículo de Propósito Específico** que é o agente responsável pela transformação, organização e colocação dos títulos dos recebíveis na bolsa, dispensa a assistência da Banca às PME's, o que reduz o ónus de exigências que as PME's têm de cumprir para aceder ao financiamento.
- (iii) Nos países em que a Securitização de Direitos Creditórios foi implementada com sucesso, Brasil, África do Sul, Estados Unidos da América, etc, notou-se que o financiamento por via da banca comercial para além de ser mais

complexo em termos de procedimentos e exigências de conformidade, apresenta um custo relativamente maior comparativamente ao financiamento através da Securitização de Direitos Creditórios.

- (iv) A Securitização de Direitos Creditórios pode motivar a expansão das operações de venda a prazo o que pode criar maior dinamismo para a economia.

3.2. Reformas necessárias

Em Moçambique ainda não existe um instrumento legal que regula as operações de Securitização. Pelo que, para a operacionalização deste mecanismo de financiamento propõe-se que sejam introduzidas as seguintes reformas:

- (i) Criação da lei que regula as operações de securitização; e
- (ii) Criação da lei que institui a criação do Veículo de Propósito Específico

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com este documento pretendia-se apresentar o mecanismo de financiamento por via da Securitização de Direitos Creditórios como uma alternativa para o financiamento às PME's em Moçambique.

Da avaliação feita, constatou-se que a Securitização de Direitos Creditórios seria uma alternativa viável para o financiamento das PME's moçambicanas uma vez que comporta menor custo de financiamento, é menos exigente em termos de requisitos de elegibilidade para as PME's uma vez que o risco do financiamento é repassado para os seus clientes e é um instrumento atractivo de diversificação do portefólio para os investidores. Contudo para que este mecanismo de financiamento seja implementado em Moçambique, é necessário que sejam implementadas algumas reformas como: criação de uma lei que regula as operações de securitização e a criação de uma lei que institui a criação do Veículo de Propósito Específico.