

Austin coloca em perspectiva negativa os Ratings de FIDCs com lastro em Precatórios Federais

O Comitê de Classificação de Risco da Austin Rating, em reunião realizada no dia 14 de maio de 2009, alterou a perspectiva de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, lastreados, principalmente, em precatórios federais, de estável para **negativa**. Os seguintes Fundos tiveram sua perspectiva alterada para negativa:

- DB MASTER FIDC PRECATÓRIOS FEDERAIS: classificação **A** (A simples) para as Cotas Seniores, Subordinadas Mezanino e Subordinadas Júnior. Alteração de perspectiva estável para **negativa**. A Austin acompanhará o risco das Cotas Subordinadas Mezanino pelo menos até o dia 30/nov/2009 e das Cotas Seniores e Subordinadas Juniores pelo menos até o dia 31/jan/2010;
- FIDC NP PRECATÓRIOS FEDERAIS DB I: classificação **AA-** (duplo A menos) para a Primeira Série de Cotas Seniores e para as Subordinadas. Alteração de perspectiva estável para **negativa**. A Austin acompanhará o risco atrelado a estas Cotas pelo menos até o dia 31/jan/2010;
- FIDC NP PRECATÓRIOS FEDERAIS DB II: classificação **AA** (duplo A simples) para as Cotas Seniores e Subordinadas. Alteração de perspectiva estável para **negativa**. A Austin acompanhará o risco atrelado a estas Cotas pelo menos até o dia 31/jan/2010;
- FIDC NP PRECATÓRIO FEDERAL 4870-1: classificação **AA-** (duplo A menos) para as Cotas Seniores e Subordinadas. Alteração de perspectiva estável para **negativa**. A Austin acompanhará o risco atrelado a estas Cotas pelo menos até o dia 31/jan/2010;
- VERAX IAA FIDC NP: classificação **B+** (B mais) para a Primeira Série de Cotas de Classe Única. Alteração de perspectiva estável para **negativa**. A Austin acompanhará o risco atrelado a estas Cotas pelo menos até o dia 31/ago/2009.

A alteração para perspectiva negativa está ligada ao trâmite da Proposta de Emenda Constitucional 12 (PEC 12), aprovada por unanimidade no dia 01 de abril de 2009 pela Comissão de Constituição e Justiça do Senado Federal e encaminhada para a Comissão de Constituição e Justiça da Câmara de Deputados. A aprovação da PEC 12 será refletida no rebaixamento das notas destes Fundos.

Esta versão da emenda traz impactos às regras legais que especificam as condições de pagamento dos Precatórios Federais (que se materializam nos lastros destes fundos), apesar do atual texto da proposta dar maior ênfase aos precatórios Municipais e Estaduais. Caso a atual emenda seja aprovada, o novo marco legal se materializará em um ambiente legal, diferente ao que rege atualmente esta questão, regulamentado pela Emenda Constitucional 30, com conseqüente deterioração do perfil de risco destes créditos (maior exposição de seus credores). Cabe ressaltar que o marco legal que atualmente rege esta questão apresenta um bom histórico de pagamentos na esfera federal. Como fator agravante, a emenda proposta também se aplica, de acordo com o texto apresentado, aos precatórios já expedidos pela União, como aqueles que dão lastro aos FIDCs.

A aprovação na Câmara do atual texto da PEC 12 altera o perfil de risco do principal lastro destes fundos, principalmente por três fatores: (i) margem para interpretações diversas, no que toca à compensação de débitos inscritos em dívida ativa; (ii) alteração do índice de correção dos valores de precatórios; e (iii) possibilidade de aprovação de lei complementar, que estabeleça regime especial de pagamento, sem qualquer restrição quanto ao prazo, limite para vinculações à receita corrente líquida ou incidência de encargos. Caso seja aprovada sem alterações na atual redação, os principais impactos nos precatórios de origem federal, serão:

(i) Art. 100º § 9º *"No momento do pagamento efetivo dos créditos em precatórios independentemente de regulamentação dele deverá ser abatido, a título de compensação, valor correspondente aos débitos líquidos*

e certos, inscritos em dívida ativa e constituídos contra o credor original pela Fazenda Pública devedora, ressalvados aqueles cuja execução esteja suspensa em virtude de contestação administrativa ou judicial.” Dessa forma, o texto proposto abre margem para interpretação de que os débitos inscritos na dívida ativa do(s) autor(es) da ação que originou cada precatório seriam objeto de compensação no momento do pagamento do precatório, seja no caso de pagamento do montante total ou parcelado (em até 10 parcelas anuais como prevê a EC 30/2000). Ou seja, os precatórios cedidos a terceiros ficam passíveis de compensação de débitos de dívida ativa do antigo credor, mesmo que estes débitos sejam constituídos após a cessão. Ainda que no momento da cessão não existam pendências desta natureza, dado o longo prazo para o pagamento dos precatórios, não há como estimar o impacto sobre qualquer parcela de débitos a serem constituídos pelos “credores originais”, assim como acentua o risco moral envolvido na operação, uma vez que os “credores originais” podem reduzir o seu esforço para evitar sua inscrição em dívida ativa. Como se observa, as implicações decorrentes deste parágrafo podem acentuar drasticamente o risco relativo à performance do pagamento das parcelas anuais, dada a impossibilidade de estimar o valor a ser recebido por este direito creditório após o impacto da compensação tributária. O texto atual não incorpora a figura de cedentes e cessionários, assim como não apresenta a definição para “credor original”. Como agravante, tal alteração se aplica a precatórios já expedidos e cedidos.

(ii) Art. 100º § 11 “A correção de valores de precatórios, independentemente de sua natureza, será feita pelo índice oficial de correção e percentual de juros incidentes sobre a caderneta de poupança, ficando excluída a incidência de juros compensatórios”. Atualmente, a Constituição Federal prevê a liquidação pelo valor real dos precatórios acrescido de juros legais, o que corresponde à correção pelo IPCA-E acrescido de juros compensatórios de 6% ao ano. Com a aprovação desta PEC, a correção passa a ser realizada de acordo com o índice oficial de correção e juros da caderneta de poupança, que atualmente correspondem a Taxa Referencial (TR) + juros de 0,5% ao mês (6,17% ao ano). Portanto, os investidores terão redução da correção anual esperada, dado que, historicamente, a TR é inferior ao IPCA-E (em 2008 a TR foi de 1,63%, enquanto o IPCA-E foi de 6,10%). A Austin entende que esta alteração da correção terá incidência também para os precatórios já expedidos, cujo pagamento parcelado já foi iniciado. Este fator é agravado pela existência de meta de remuneração para as cotas seniores e subordinadas mezanino, cuja definição de remuneração foi elaborada em um cenário anterior, assim como implicará em descasamento de indexadores atrelados aos *benchmarks* (quando houver) e da correção dos direitos creditórios. Ademais, interfere na margem de proteção dada pela taxa de desconto aplicada na aquisição do precatório, uma vez que esta foi definida considerando regras diversas de correção dos precatórios.

(iii) Art. 100º § 12 “Sem prejuízo do disposto neste artigo, lei complementar poderá estabelecer regime especial para pagamento de crédito de precatórios dispondo inclusive sobre: I – vinculações à receita corrente líquida; II – incidência de encargos; III – forma e prazo para liquidação”. Por fim, o parágrafo 12 é o que possibilita a maior alteração na atual forma de pagamento de precatórios regulamentada pela EC 30. Com ela, os entes públicos, inclusive a União Federal, poderão definir individualmente as normas a serem seguidas para o pagamento de precatórios, inclusive para os já expedidos. Com isso, o prazo máximo de 10 anos, atualmente em vigor, pode ser estendido, assim como a criação de um limite máximo para pagamento atrelado à receita corrente líquida para pagamento, a exemplo do texto proposto para precatórios expedidos por estados, municípios e distrito federal, tudo a critério dos legisladores de cada ente. A Austin entende que a possibilidade de aprovação de lei que altere o regime de pagamentos de precatórios impacta fortemente o risco ligado aos precatórios já expedidos e em fase de amortização de parcelas, inclusive os lastros destes Fundos, uma vez que não se pode afirmar que estes serão imunes a tais alterações.

No âmbito federal, a aprovação da PEC 12 acentua o risco jurídico envolvido na aquisição de precatórios, tanto pela redação proposta, que gera incertezas quanto à compensação dos débitos de dívida ativa, como pela correção monetária, atrelada aos juros da caderneta de poupança. Ademais, o marco regulatório que atualmente apresenta um bom histórico de pagamentos na esfera federal poderá ser alterado a critério dos legisladores, impossibilitando a definição do perfil destes créditos no longo prazo.

De maneira geral, ainda que a PEC 12 não seja aprovada com o atual texto, o risco atrelado aos precatórios eleva-se na medida em que revela a fragilidade do marco jurídico pelo qual é amparada. Considerando-se o longo prazo destes ativos, poderão ser propostas novas alterações das regras de pagamento que beneficiem os entes públicos em detrimento dos credores.

A perspectiva negativa reflete a opinião da Austin quanto ao andamento da PEC 12, aprovada no Senado Federal e encaminhada à Câmara de Deputados, cujo texto altera severamente as regras de pagamento de precatórios federais, além de revelar a instabilidade jurídica atrelada a estes ativos. Ressalta-se que não é possível prever o prazo do trâmite no Congresso Nacional. A aprovação do atual texto da PEC 12 será refletida no rebaixamento da nota destes Fundos.

Classificação da Austin Rating

Investimento Prudente

- AAA** As cotas do FIDC encontram-se suportadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência próxima a zero, a qual garante excepcional margem de cobertura para o pagamento do principal, acrescido do rendimento proposto. Adicionalmente, o fundo apresenta uma elevadíssima relação entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é quase nulo.
- AA** As cotas do FIDC encontram-se suportadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência baixíssima, a qual garante ótima margem de cobertura para o pagamento do principal, acrescido do rendimento proposto. Adicionalmente, o fundo apresenta uma relação muito elevada entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é irrisório.
- A** As cotas do FIDC encontram-se suportadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência muito baixa, a qual garante margem de cobertura muito boa para o pagamento do principal, acrescido do rendimento proposto. Adicionalmente, o fundo apresenta uma relação elevada entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é muito baixo.
- BBB** As cotas do FIDC encontram-se suportadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência baixa, a qual garante boa margem de cobertura para o pagamento do principal, acrescido do rendimento proposto. Adicionalmente, o fundo apresenta uma relação adequada entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é baixo.

Investimento Especulativo

- BB** As cotas do FIDC encontram-se lastreadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência em nível médio, podendo afetar a margem de cobertura para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. O fundo apresenta uma relação apenas razoável entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é moderado.
- B** As cotas do FIDC encontram-se lastreadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência em nível acima da média do segmento, a qual pode afetar fortemente a margem de cobertura para o pagamento do principal, acrescido do rendimento proposto. O fundo apresenta uma relação menos do que razoável entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira. O risco é médio.
- CCC** As cotas do FIDC encontram-se lastreadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência elevada, a qual afetou a margem de cobertura para o pagamento do principal acrescido do rendimento proposto. O fundo apresenta uma baixa relação entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira, condicionando a desvalorização de suas cotas. O risco é alto.
- CC** As cotas do FIDC encontram-se lastreadas por uma carteira de recebíveis com inadimplência muito elevada, a qual afetou fortemente a margem de cobertura para o pagamento do principal, acrescido do rendimento proposto. O fundo apresenta uma relação muito baixa entre os mecanismos de proteção e a inadimplência da carteira, condicionando forte desvalorização de suas cotas. O risco é muito alto.
- C** A elevadíssima inadimplência da carteira levou o FIDC à situação de *default*. Não mais existe qualquer tipo de proteção adicional. O risco é altíssimo.

Sinais de (+) mais e (-) menos são utilizados para identificar uma melhor ou pior posição dentro de uma mesma escala de rating.

Rating é uma classificação de risco, por nota ou símbolo. Esta expressa a capacidade do emitente de título de dívida negociável ou inegociável em honrar seus compromissos de juros e amortização do principal até o vencimento final. O *rating* pode ser do emitente, refletindo sua capacidade em honrar qualquer compromisso de uma maneira geral, ou de uma emissão específica, onde é considerada apenas a capacidade do emitente em honrar aquela obrigação financeira determinada.

As informações obtidas pela Austin Rating foram consideradas como adequadas e confiáveis. As opiniões e simulações realizadas neste relatório constituem-se no julgamento da Austin Rating acerca do emitente, não se configurando, no entanto, em recomendação de investimento para todos os efeitos.

Para conhecer nossas escalas de *rating* e metodologias, acesse: www.austin.com.br

® Todos os direitos reservados. Nenhuma parte desta publicação poderá ser reproduzida ou transmitida de qualquer modo ou por outro meio, eletrônico ou mecânico, incluindo fotocópia, gravação ou qualquer outro tipo de sistema de armazenamento e transmissão de informação, sem prévia autorização, por escrito, da Austin Rating Serviços Financeiros Ltda.