

Influenciados pelos prêmios mais altos dos CDBs, fundos de recebíveis elevam expectativa de remuneração para cerca de 112% do CDI.

Retorno vitaminado

Alessandra Bellotto
São Paulo, 06 de agosto de 08.

No momento em que as aplicações de renda fixa saltam aos olhos do investidor como um refúgio contra as fortes turbulências do mercado financeiro, uma modalidade em especial se destaca. São os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), que ainda perdem em popularidade para as demais alternativas, mas oferecem retornos para lá de competitivos. Depois de alguns meses na "geladeira" por conta da crise global, as oferta de fundos de recebíveis — como também são chamados — começam a voltar ao mercado com uma expectativa de remuneração na casa dos 112% do CDI, juro interbancário usado como referência para os investimentos mais conservadores.

O ciclo de alta da taxa básica de juro iniciado em abril já era motivo para deixar a aplicação mais atraente, já que a grande maioria tem sua remuneração atrelada ao CDI. A isso somou-se o aumento da aversão ao risco em decorrência da crise imobiliária americana, que criou uma pressão adicional para a elevação das taxas. Não que esses fundos tivessem alguma exposição aos títulos lastreados nas hipotecas de alto risco dos EUA. O impacto foi indireto, pela restrição de crédito global que levou os bancos brasileiros a aumentarem o retomo pago nas emissões de Certificados de Depósito Bancários (CDBs) para captar recursos.

"As taxas dos FIDCs estavam se acomodando na casa dos 108% do CDI para emissões classificadas como triplo A (baixíssimo risco), mas tiveram de se ajustar aos prêmios mais altos dos CDBs depois da crise das hipotecas", conta Ricardo Pires, sócio da consultoria PR&A, especializada em ativos alternativos. E isso sem alterar, necessariamente, o risco da operação, uma vez que os fundos de recebíveis continuam lançando mão de mecanismos de proteção para montar a estrutura e, assim, atrair investidores mais conservadores.

O momento é especialmente interessante para aplicações em fundos de recebíveis por conta do mercado ruim para bolsa e multimercados, diz o gestor de carteiras da Verax Serviços Financeiros Pedra Lérias. "Quando o ambiente era de estabilidade, os investidores menosprezaram o risco de mercado (possibilidade de perda com oscilações nas taxas de câmbio, bolsa, juros, etc.), e a diversificação em ativos de crédito ficou prejudicada", destaca. Os multimercados vinham preenchendo esse papel, com retornos de 140% do CDI, lembra o gestor.

Hoje, com o risco de mercado mais perceptível — basta olhar para a bolsa brasileira, que acumula perdas superiores a 11% no ano —, o investidor começa a entender que a diversificação em risco de crédito faz todo o sentido, acrescenta Lérias. Já Pires, da PR&A, adverte que os FIDCs não podem ser encarados como a salvação para os prejuízos com bolsa e multimercados, "O investidor tem de ter cautela e entender bem o risco da aplicação, mas há boas oportunidades no mercado", ressalta o consultor.

As ofertas de FIDCs registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já somam R\$ 6,4 bilhões neste ano e há mais R\$ 2,2 bilhões em análise — em 2007, o volume total foi de R\$ 9,9 bilhões. Nesta semana, o Banco Daycoval deu início à distribuição das cotas seniores da primeira série do fundo de recebíveis Daycoval Veículos, lastreado em contratos de financiamentos de carros feitos pelo banco. A oferta, que soma R\$ 300 milhões e tem aplicação mínima de R\$ 25 mil, possui como meta uma rentabilidade de 113% do CDI, um retomo bastante atraente levando-se em conta que a operação foi classificada pela agência de risco Standard & Poor's (S&P) com o rating "brAAAf" o nível mais elevado.

Segundo a S&P, o rating atribuído ao fundo indica que a estrutura, os mecanismos de reforço de qualidade de crédito, bem como anualidade dos ativos que compõem a carteira fornece proteção "extremamente forte" contra perdas por inadimplência em diferentes cenários de estresse. O Daycoval, originador dos ativos do fundo, é classificado pela mesma S&P com o rating "A" na escala nacional. "Os FIDCs, em geral, têm avaliação melhor do que a dos originadores dos recebíveis", destaca Pires.

A possibilidade de segregar o risco associado ao originador (como a falência) é o grande mote do FIDC, ressalta Henrique Ferreira, diretor de produtos estruturados do HSBC. Mas não é só isso. Entre os vários mecanismos de proteção, o mais usado é a subordinação de cotas. Além da cota sênior, que é distribuída ao investidor e tem preferência no recebimento da remuneração, o fundo emite uma classe de cotas denominada subordinada (que corresponde a cerca de 20% do volume total), que geralmente fica com a empresa ou o banco que cedeu os recebíveis e funciona como um colchão de proteção. Isso porque elas só têm ganhos depois das cotas seniores e são as primeiras a absorverem prejuízos com calotes. Nessa dinâmica, a qualidade dos ativos é essencial e pode ser medida, por exemplo, com base no histórico de inadimplência.

Pires destaca que, mais importante do que a subordinação, são as regras de recomposição das cotas subordinadas para o caso de elas caírem abaixo do nível estabelecido na oferta. Começam a surgir também fundos com uma terceira classe de cotas, conhecida como mezanino, uma espécie de misto de cota sênior com subordinada — como elas são mais arriscadas que a sênior, têm uma remuneração melhor.

Outro mecanismo de mitigação de risco é o "excesso de spread", que está ligado à taxa de desconto aplicada na aquisição dos ativos pelo fundo. Conforme explica Lérias, da Verax, essa taxa tem de ser mais do que suficiente para remunerar o investidor da cota sênior e cobrir os custos administrativos da carteira. Quanto maior o spread, maior a garantia para o investidor, já que sobrarão mais gorduras para cobrir eventuais perdas. O fundo do Daycoval, segundo informa Pires, tem uma taxa de desconto equivalente a 175% do DI futuro (o prazo depende do fluxo de pagamento dos recebíveis), para a meta de rentabilidade de 13% do CDI.

O consultor da PR&A ressalta que é usual os fundos usarem como referencial para a taxa de desconto o CDI do dia da aquisição dos recebíveis, o que torna o ativo prefixado. Em momentos de alta de juros, isso pode se tornar um risco adicional porque a remuneração do investidor é variável. Há ainda fundos que contam com seguro performance — para a situação de prestação futura do serviço, como no caso da construção imobiliária e de empresas de energia e água — e aqueles que elegem recebíveis além do necessário para trocas caso haja problemas com algum ativo.

Classificação de risco obrigatória, com reavaliação trimestral do rating, pode ajudar na análise e seleção das carteiras pelo aplicador.

Estrutura complexa ainda é barreira para investimento

Alessandra Belloto
São Paulo, 06 de agosto de 08

Mesmo oferecendo mais proteção do que qualquer outra alternativa de crédito, seja um Certificado de Depósito Bancário (CDB) ou uma debênture, os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) acabam tendo que remunerar melhor o investidor. Isso porque ele ainda é visto como um "bicho esquisito". A complexidade da estrutura do FIDC, de fato, é uma barreira para a aplicação, tanto que ela somente está disponível para o investidor qualificado, aquele que tem pelo menos R\$ 300 mil investidos no mercado financeiro — a aplicação mínima, no entanto, gira em torno de R\$ 25 mil. Fundos com ativos mais arriscados, conhecidos como não-padronizados, têm aplicação mínima de R\$ 1 milhão.

Em compensação, os fundos de recebíveis, como são conhecidos, são obrigados a ter um rating — a fim de ajudar o investidor na seleção das ofertas —, com reavaliação trimestral. "Essa é uma grande vantagem para o investidor, já que a chance de a agência errar na avaliação é baixa, pois isso significaria perder a confiança do mercado", afirma o diretor de produtos estruturados do HSBC, Henrique Ferreira.

O executivo destaca ainda como benefício o fato de o fundo terceirizar a administração, gestão e custódia para empresas diferentes. "São vários os agentes para fiscalizar se as regras do FIDC estão sendo seguidas à risca, entre elas a remuneração do investidor conforme esperado", diz. Ainda assim, para o diretor do HSBC, o investidor típico do FIDC tem de ser profissional. "Não basta ter muito dinheiro", afirma.

O fundo de recebíveis foi o instrumento encontrado por empresas e bancos para captar recursos. A operação tradicional consiste na cessão definitiva de uma carteira de crédito para o FIDC, que passa a ter todos os direitos sobre esses ativos. O fundo, por sua vez, paga a aquisição dos recebíveis com os recursos levantados com investidores por meio da emissão pública de cotas lastreadas nesses ativos.

A dificuldade para analisar uma estrutura como essa levou o HSBC a criar um fundo dedicado apenas a comprar cotas de FIDC. Há uma equipe que analisa os documentos, a estrutura da operação, a qualidade do crédito e até mesmo os agentes envolvidos. "Nossos clientes só entram em FIDC por meio desse fundo", afirma o diretor do banco.

A grande vantagem é a diversificação. Na carteira do fundo, com patrimônio de R\$ 178 milhões e mais de 300 coristas, há ativos de energia, veículos usados, crédito consignado, duplicatas, entre outros. A rentabilidade gira em torno de 103% do CDI.

Os fundos de recebíveis, em geral, são fechados, ou seja, não aceitam novas aplicações, e os resgates são programados. Segundo levantamento da consultoria PR&A, dos 83 FIDCs que foram alvo de distribuição pública e continuam em operação no mercado, apenas 13 são abertos, ou seja, sem prazo para acabar — o que não significa que a captação está aberta. Neles há ainda um prazo de carência para o resgate. "O FIDC acaba sendo punido pelo investidor, pois tem baixa liquidez", afirma o gestor da Verax, Pedro Lérias. Ricardo Pires, sócio da PR&A argumenta que a liquidez não faz parte da natureza dos ativos desse tipo de fundo, já que são direitos de crédito. Entrar em um fundo fechado também não significa que o investidor ficará sem receber o que aplicou até o final, já que há um fluxo de pagamento predefinido, com amortizações de juros e principal ao longo da operação.

A Verax tem quatro fundos abertos, com prazos de carência de 60, 120, 180 e 360 dias. Só os três primeiros, com patrimônio total de R\$ 281 milhões, estão com captação aberta. Os fundos têm como lastro contratos de crédito consignado do Banco Cruzeiro do Sul.