

Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) ampliam retorno e podem ganhar cotistas em meio à turbulência

## Crédito blindado

Márcio Anaya – ValorInveste  
São Paulo, 06 de outubro de 2008

A crise atual, sem precedentes para a nova geração de investidores do país, pode significar um marco importante de crescimento de um produto ainda pouco conhecido: os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), também chamados de fundos de recebíveis. No momento em que todas as rotas de aplicação parecem conduzir à renda fixa, os FIDCs despontam como destino interessante para quem está com um bom dinheiro na mão e pretende empregá-lo no longo prazo. Veja bem, longo prazo. Segundo especialistas, a rentabilidade do produto, item número 1 no check list de qualquer investidor, tem evoluído nos últimos meses. As operações mais significativas que vieram a mercado este ano estão pagando, na média, 111,% do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), perante um patamar médio de 108,5% do CDI em 2007. E vale lembrar que a taxa básica de juros está em trajetória ascendente de abril deste ano.



Os cálculos são de Bruno Amadei, sócio da Integral Trust, uma das líderes na estruturação de FIDCs, e diretor da gestora de recursos CredCapital. Ele conta que há fundos nos quais a remuneração pode ultrapassar 115% do CDI. “Isso ocorre basicamente porque os investidores estão exigindo dos FIDCs um prêmio equivalente ao CDB (papéis emitidos por bancos), que aumentou bastante recentemente”, afirma. “O mercado está pressionado, e isso tem gerado até uma irracionalidade nas taxas, que deveriam ser mais baixas nos FIDCs.”

Mas, antes de se empolgar e embarcar num FIDC, o investidor precisa conhecer bem as características da aplicação – regra básica para qualquer produto. Nesses fundos, a essência é a compra de um fluxo de recebíveis, ou seja, os recursos que se tem a receber em razão de um empréstimo ou da venda de um produto, entre outras. Num universo como este, o investidor pode optar, por exemplo, por um fundo que comprou o direito de receber as mensalidades de clientes que financiaram o carro zero.

É o caso do Daycoval Veículos FIDC, lançado este ano, que ilustra bem as peculiaridades desse tipo de produto. O aporte mínimo inicial é de R\$ 25 mil e, para os investidores pessoa física, só pode ser feito pelos chamados “qualificados” (com aplicação acima de R\$ 300 mil). Como o fundo é fechado, o cotista só poderá sacar seus recursos ao término de um prazo definido (no caso, quatro anos) ou em datas e condições estipuladas no regulamento.

“É um produto bastante interessante para os novos milionários que chegaram ao mercado, sobretudo agora, com o mercado de renda variável tão deprimido”, diz Roberto Kropp, diretor da Daycoval Asset Management. Segundo ele, no FIDC de veículos da casa, a remuneração da cota sênior é de 113% do CDI. “Temos uma carteira de crédito bastante pulverizada e com um ticket médio variando de R\$ 7 mil a R\$ 8 mil.”

Conceitualmente, explicam os especialistas, por trás da estrutura de todo FIDC há sempre um bando ou uma empresa, que cedeu seus direitos creditórios; uma instituição financeira, que modelou o fundo; e cotistas, que aportaram recursos em troca de uma remuneração futura. Mas não é só isso. Para atender às exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o produto precisa passar pelo crivo de uma empresa de auditoria e pela análise trimestral por parte de uma agência de rating, entre outras.

O administrador, o gestor de recursos e a instituição custodiante completam a tripulação. Esta última, aliás, assume um papel importantíssimo no plano de vôo: é quem verificará, por exemplo, se as garantias declaradas nos empréstimos de fato existem, e nos volumes exigidos pelo regulamento. O conjunto dessas peças tem como finalidade reduzir ao máximo o risco e blindar o dinheiro do cotista, na hipótese de eventos extraordinários, como uma explosão na inadimplência, ou mesmo a falência do devedor.

“Em linhas gerais, o FIDC envolve uma operação de crédito, mas cujos riscos acabam sendo reduzidos em função das próprias regras de constituição do fundo”, destaca Kropp. Ele conta que, na Daycoval, o número de consultas sobre essa modalidade de aplicação aumentou recentemente, e dois aplicadores pessoa física acabaram entrando no produto de veículos.



Sérgio Malacrida (à esquerda) e Ricardo Pires, da PR&A; idéia de FIDC com liquidez diária é um contra-senso

O número parece pouco, mas considerando a dificuldade de aplicar em digerir a estrutura do FIDC, cuja modalidade existe há apenas cinco anos e historicamente tem atraído investidores institucionais e outros fundos de investimento, é um resultado que permite planos. “Nossos gerentes têm apresentado o produto a alguns clientes mais sofisticados, pois o momento é favorável para atrair a pessoa física”, afirma Kropp.

“Entre as opções de renda fixa, o investidor deveria olhar com mais carinho para os FIDCs”, reforça Ricardo Gelbaum, diretor financeiro do BMG, um dos bancos pioneiros nos fundos pioneiros nos fundos de crédito consignado e veículos. De acordo com ele, a própria natureza do produto permite o pleno exercício da criatividade dos estruturadores. No caso do BMG, o executivo faz mistério, mas admite que a instituição estuda lançar, em breve, um FIDC “com uma pimenta diferente”.

Para Carla Lopes, gerente da área de fundos estruturados do BNY Mellon Serviços Financeiros, instituição líder em quantidade de FIDCs em funcionamento com 35 produtos, a modalidade só não deslanchou ainda por desconhecimento dos investidores em relação aos riscos. A questão, aliás, assume feições únicas em cada produto lançado.

Mas, apesar de não existirem FIDCs perfeitamente comparáveis, algumas questões gerais devem ser pesadas pelos interessados. O fato, por exemplo, de existirem no mercado FIDCs que oferecem liquidez diária pode ser considerado um contra-senso, na avaliação de **Sérgio Malacrida** e **Ricardo Pires**, sócios da **PR&A**, consultoria de investimentos especializada em ativos alternativos.

“Regras básicas de resgate são essenciais, pois é necessário equilibrar o fluxo de liquidez dos direitos creditórios com o fluxo prometido ao cotista”, ressalta **Pires**. “Já vimos casos, de um fundo com liquidez diária, em que o cotista solicitou o resgate, mas teve de se contentar em receber os recursos em um prazo maior que o previsto.”

## OS TERMOS DO NEGÓCIO

Nomenclaturas ainda são pouco conhecidas do investidor

<p><b>FIDC</b> Fundo que investe pelo menos 50% de seu patrimônio líquido em direitos creditórios, também chamados de recebíveis, que podem advir de diversos segmentos</p>	<p><b>FICFIDC</b> Carteira que aplica no mínimo 95% do patrimônio em cotas de FIDCs</p>	<p><b>Cedente</b> É o banco ou empresa que cede seus direitos creditórios para o FIDC. Em geral, são também os originadores dos recebíveis</p>
<p><b>Administrador</b> Instituição que responde pelo FIDC perante os órgãos reguladores</p>	<p><b>Gestor</b> Responsável pela gestão dos recursos aportados no fundo</p>	<p><b>Custodiante</b> Tem um papel extremamente relevante nos FIDCs, pois, além de outras funções determinadas pelo órgão regulador, é quem verifica regras ou filtros que vão determinar se um direito creditório pode ou não ser cedido ao fundo</p>
<p><b>Cota sênior</b> Tem prioridade na amortização ou resgate dos recursos. Por ser menos arriscada, a rentabilidade é menor em relação a outras classes de cotas emitidas pelo mesmo FIDC</p>	<p><b>Cota subordinada</b> Amortização, resgate e rentabilidade seguem a "preferência" estabelecida na documentação do FIDC. As cotas seniores têm prioridade sobre as chamadas "mezanino", que por sua vez têm prioridade sobre as subordinadas. Como o risco é mais alto, a rentabilidade tende a ser maior. Contudo, as subordinadas são as primeiras a absorver eventuais prejuízos. Em geral, não estão disponíveis para investimento, sendo sua presença nos FIDCs um instrumento de mitigação de risco</p>	

Fonte: PR&A

Outro item do prospecto ao qual o investidor precisa estar atento, antes de decidir por esse produto, é o que disciplina a eventual troca de títulos. Isso ocorre quando há inadimplência e o cedente, para “limpar” a carteira de recebíveis do FIDC, substitui o ativo por outro de boa qualidade. À primeira vista, a prática soa como positiva, mas abre um flanco perigoso. Exige um controle maior e dá margem para que o cedente, por questões ligadas ao seu próprio negócio e não necessariamente ao foco do FIDC, possa simplesmente interromper o processo de um dia para o outro.

“Para aumentar a transparência neste item, seria interessante que os administradores de FICDs estruturassem os produtos de maneira que fosse obrigatório tornar público, periodicamente, o volume de títulos trocados”, sugere **Malacrida**. Existem situações – que ainda acontecem – nas quais o dinheiro pago pelo devedor transita pela conta bancária do cedente antes de chegar até o FIDC, o que não é recomendável. É preciso analisar também o horizonte

máximo de vencimento dos direitos creditórios. Ele é compatível com o prazo das cotas adquiridas? Nos FIDCs fechados, existem reservas para honrar as amortizações programadas?

Diante de questões como estas, os sócios da **PR&A** reforçam que, na seara dos FIDCS, cada caso é um caso. De nada adianta uma estrutura bem montada se a qualidade do direito creditório for ruim, assim como uma boa carteira de crédito pode não ser suficiente para atrair o investidor, se a operação não prever mecanismos eficientes de proteção.

E, para cercar o dinheiro dos aplicadores, pelo menos em tese, não faltam alternativas. As garantias mais comuns nesse ramo são a “subordinação”, “coobrigação” e “sobrecolateral”. No primeiro caso, diz **Pires**, é preciso estar atento ao nível (quantas vezes a perda esperada) e como ela é repostada no caso de cair abaixo de determinado patamar (em quanto tempo, por quem).

Em relação à coobrigação do cedente, conforme o especialista, não se pode perder de vista o risco de eventuais dúvidas quanto à cessão definitiva do crédito no caso de falência. O sobrecolateral, explica, é um volume de recebíveis que excede o montante cedido ao FIDC, mas que, se necessário, pode se tornar disponível ao fundo. “Não há, porém, como afirmar que uma estrutura de FIDC, com ou sem colateral, seja melhor ou pior do que outra” pondera **Pires**, lembrando que ainda existem outras formas de garantia.

<b>CARDÁPIO VARIADO</b>	
Os diferentes tipos de recebíveis no mercado	
	<b>Total de FIDCs Vigentes*</b>
<b>Agronegócio</b>	4
<b>Cartão de Crédito</b>	2
<b>Cooperativa de Crédito</b>	1
<b>Crédito Consignado</b>	21
<b>Crédito Pessoal e Fomento Mercantil</b>	5
<b>Educação</b>	1
<b>Energia</b>	13
<b>Fundo de Compensação de Variações Salariais</b>	3
<b>Imobiliário</b>	2
<b>Industrial</b>	2
<b>Middle Market</b>	5
<b>Petroquímico</b>	4
<b>Precatórios</b>	1
<b>Risco Público</b>	1
<b>Saúde e Indústria Farmacêutica</b>	3
<b>Tecnologia</b>	2
<b>Transporte</b>	1
<b>Veículos</b>	19

Fonte: PR&A \*Até 25.09.08