

Cheiro de crise

Alessandra Belloto
Valor Econômico, 2008-12-08, D1

Os indicadores de inadimplência dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), os chamados fundos de recebíveis, dão sinais de piora. Prova disso é que a agência de classificação de risco Fitch colocou, no fim da semana passada, o rating do fundo Panamericano Veículos I em observação negativa para possível rebaixamento, por conta do aumento dos atrasos. Levantamento da consultoria **PR&A**, com base em dados fornecidos à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por fundos que tiveram oferta no mercado, aponta que o percentual de recebíveis vencidos e não-pagos cresceu nos últimos meses. Entre os mais pressionados, segundo o sócio-diretor da **PR&A**, **Ricardo Pires**, destacam-se os fundos que compram direitos sobre créditos com origem em operações de financiamento para pequenas e médias empresas ("middle market"), veículos e consignado.

O FIDC, voltado apenas a investidores qualificados, compra títulos que representam créditos a receber de origem diversa, como contratos de financiamento, faturas de cartão de crédito, prestação de serviço, entre outros. Para a aquisição dos recebíveis, com recursos dos investidores, o fundo aplica um deságio, como em uma operação de desconto de duplicatas. Essa diferença, também conhecida como taxa de desconto, tem de ser suficiente para remunerar o investidor e cobrir os custos do fundo.

Um ativo de qualidade é essencial, pois o rendimento da carteira depende do fluxo de pagamento desses recebíveis. Uma eventual inadimplência pode comprometer a remuneração do cotista, num primeiro momento daquele que detém a classe subordinada, que gira em torno de 20% do volume total e geralmente fica com quem cedeu os créditos para o fundo. As cotas subordinadas funcionam como um colchão de proteção, já que são as primeiras a absorverem prejuízos com calote e só têm ganhos depois do pagamento às cotas seniores, efetivamente distribuídas no mercado.

Em outubro, nos fundos de recebíveis do "middle market", o indicador de inadimplência, medido pelo percentual de papéis vencidos e não-pagos em relação ao volume total de recebíveis, chegou a 13,31%, ante 11,22% do mês anterior e 7,11% de agosto. No

segmento de veículos, o índice de vencidos e não-pagos ficou em 3,70% no mês passado, acima dos 3,57% de setembro e dos 3,17% de agosto. As carteiras com recebíveis de empréstimos consignados também tiveram aumento da inadimplência em outubro, chegando a 2,95%, ante 2,16% de setembro, mês em que foi registrada uma melhora em relação aos 2,22% de agosto.

Em todos os três segmentos, o índice de outubro é o maior registrado desde julho do ano passado, quando a crise financeira internacional estava prestes a estourar. Contudo, não dá para dizer se de fato houve aumento da inadimplência, alertam especialistas. Isso porque muitos dos fundos contam com o suporte de cedentes (empresa ou banco que cedeu os créditos para o fundo) para trocar recebíveis vencidos.

Em algumas operações, há coobrigação de quem cede os recebíveis, mas no caso de uma parcela significativa de fundos esse mecanismo de recompra de ativos pelo cedente é voluntário. E isso pode ser prejudicial para a análise da situação, na opinião de **Pires**, uma vez que mascara a inadimplência real da carteira. "Como essa informação da recompra de ativos não é divulgada claramente ao mercado, muitas vezes o investidor pode ter uma interpretação equivocada dos números, achando que a inadimplência está baixa, quando na verdade o cedente trocou recebíveis atrasados", afirma.

O diretor sênior de operações estruturadas da Fitch Ratings, Jayme Bartling, diz que, além da recompra de recebíveis em atraso, uma prática adotada pelos cedentes é a subscrição de novas cotas, entregando mais direitos creditórios ao fundo, toda vez que a relação mínima de cotas subordinadas em relação ao patrimônio do fundo cai abaixo do mínimo (em geral, 20%). Nos dois casos, o cedente está fazendo uma espécie de "limpeza" da carteira, destaca Bartling.

"Percebemos que o cedente parou de fazer recomprar por falta de recursos", afirma. E isso, diz, pode se traduzir em elevação do percentual de recebíveis vencidos e não-pagos dentro das carteiras. "Em alguns casos, não se trata de aumento de inadimplência, ela só ficou mais evidente", diz. Bartling afirma que o caso do FIDC Panamericano Veículos I por enquanto é isolado. "Não vemos um aumento generalizado da inadimplência, pelo menos nas carteiras que acompanhamos", diz. Ele acrescenta que alguns fundos, inclusive, têm reforçado a política de cobrança de devedores, conseguindo manter a inadimplência relativamente estável e em alguns casos recuperando recebíveis atrasados.

Também a Standard & Poor's, outra agência que classifica fundos de recebíveis, não notou piora relevante nos indicadores que implique em alterações dos ratings das operações que

acompanha no curto prazo, diz o analista-chefe Jean-Pierre Cote Gil. "Há uma deterioração que pode resultar em um outro ajuste de rating, nada sistêmico", afirma. Na avaliação de Gil, o indicador de atrasos nos fundos de recebíveis do segmento de veículos ainda não é tão significativo quanto o do "middle market". Ainda assim, ele também acredita que o aumento do volume de recebíveis atrasados nos fundos com lastro em financiamentos para pequenas e médias empresas é muito mais reflexo da falta de liquidez dos cedentes, em geral bancos médios e factorings, que não querem usar caixa para "limpar" a carteira.

Vale lembrar que os fundos de recebíveis têm mecanismos que protegem o investidor contra perdas em diferentes cenários de estresse, como as cotas subordinadas. Quanto maior o rating de uma operação, mais resistente ela é. Uma operação "AAA", grosso modo, tem capacidade para suportar cerca de 5 vezes mais inadimplência do que sua perda histórica. Um rebaixamento significa que o cenário-base mudou, a operação ficou mais frágil, talvez com menos capacidade para suportar aumento de inadimplência, mas não perda efetiva para o investidor. Para que o aumento da inadimplência impacte a remuneração do cotista sênior, há um longo caminho a ser percorrido, que passa pela absorção dos prejuízos pela cota subordinada (diminuindo seu retorno).

Para **Pires**, da **PR&A**, na atual conjuntura, faz-se relevante a divulgação do indicador de inadimplência real, livre das recompras. "O investidor precisa saber a real situação do fundo em que investe até para acionar eventos de liquidação antecipada (encerramento antes do prazo) e, com isso, preservar a aplicação", diz. As agências fazem esse acompanhamento mensalmente, e seus ratings são concedidos já desconsiderando tal prática.

Percepção da CVM é que atrasos estão sob controle

Alessandra Belloto
Valor Econômico, 2008-12-08, D2

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regula os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) - conhecidos como fundos de recebíveis - ainda não vê sinais de deterioração relevante nos indicadores de inadimplência do setor, aponta o gerente de acompanhamento de Fundos Estruturados (GIE), Claudio Gonçalves Maes. Pelo levantamento da CVM, que calcula o percentual de créditos vencidos e não-pagos em relação ao patrimônio líquido dos fundos, a inadimplência do setor caiu de 2,9% em agosto para 2,0% em outubro.



Maes reconhece que essa informação não leva em conta a prática de recompra de recebíveis atrasados adotada por muitas instituições que cedem os contratos de crédito para os fundos, a fim de promover uma "limpeza" das carteiras. "A CVM não tem como saber se há um acordo branco entre o cedente e o fundo para melhorar a performance da carteira ou se trata-se de uma decisão negocial; não existe obrigação de informar", afirma o gerente.



O grande problema é que mecanismos de recompra dos recebíveis vencidos que estão nas carteiras dos fundos, quando voluntários, podem acabar mascarando a inadimplência dos fundos. Num cenário de crise global e restrição de liquidez, a informação precisa torna-se ainda mais relevante para o investidor que tem dinheiro num fundo que investe em crédito. O gerente da CVM admite que a questão é relevante e diz que vai levá-la à discussão dentro da autarquia.

Ricardo Pires, sócio da consultoria **PR&A**, que acompanha o setor, ressalta que o aprimoramento da qualidade da informação é essencial para preservar o investidor, especialmente num ambiente de turbulência. As agências de classificação de risco, que monitoram o mercado, aumentaram o grau de atenção. Em alguns segmentos, a Standard & Poor's, conta o analista-chefe Jean-Pierre Cote Gil, passou a solicitar informações dos fundos a cada 15 dias, e não mais mensalmente. "Assim, a qualquer sinal de alerta ou de um dado que chame atenção, podemos reagir com mais rapidez", afirma.

Um dos segmentos mais vulneráveis é o de fundos que compram recebíveis de créditos a pequenas e médias empresas. Isso porque o aperto de liquidez, que começou no mercado internacional, no Brasil afetou especialmente os bancos médios, que em geral trabalham nesse nicho. "Muitas dessas empresas estão no meio de projetos de investimentos, com necessidade de capital de giro, mas já enfrentando falta de crédito", diz Gil.

No segmento de "middle market", além do risco de aumento da inadimplência dessas empresas, **Pires**, da **PR&A**, chama a atenção para a concentração dessas carteiras em poucos devedores.

Os fundos de veículos também devem ser olhados com uma certa atenção pelo investidor, na opinião do analista da S&P. Isso porque, nos últimos anos, os bancos e financeiras flexibilizaram muito a política de concessão de crédito, ampliando prazos e, com isso, atraindo clientes que não tinham acesso a financiamentos e mais suscetíveis a não honrar seus compromissos, principalmente em tempos de ameaça ao emprego e à renda. Gil faz uma ressalva: "Em geral, quando o cliente era considerado de maior risco, os bancos cobravam uma taxa de juros maior e ofereciam prazos menores."

Pires, da **PR&A**, ressalta que, no Brasil, os fundos de recebíveis privilegiam os créditos de melhor qualidade na estruturação das carteiras para obter as notas de classificação mais altas.