



*Os fundos
de recebíveis
superam sua
primeira crise
e crescem
no mercado*

Por Cláudio Gradilone

A gaúcha Copesul vai encerrar, no dia 10 de fevereiro, uma captação de 125 milhões de reais no mercado brasileiro. O dinheiro chegará ao caixa da principal companhia do pólo petroquímico de Triunfo, no Rio Grande do Sul, através de um instrumento relativamente recente no mercado financeiro, os fundos de recebíveis. O custo, incluindo a remuneração dos investidores e os gastos com bancos e advogados para montar a operação, será de cerca de 110% dos juros do mercado interbancário, conhecidos como Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI). Essa taxa, que oscila continuamente ao sabor das expectativas do mercado, era equivalente a 18% ao ano nos últimos dias de janeiro.

Não é o melhor negócio que a Copesul poderia fechar. "O custo de captar dinheiro por meio do fundo é qua-

MICHAEL POLECORIBIS

Rumo à **MATURIDADE**

se igual ao de um empréstimo bancário”, diz Sérgio Carvalho, coordenador financeiro da companhia. Um empréstimo para um tomador de crédito de primeira linha como a Copesul custaria mais ou menos 112% do CDI, o que representa 18,2% ao ano. Por que, então, ter o trabalho de contratar assessores, montar uma estrutura complexa, distribuí-la aos investidores e submeter-se à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para reduzir apenas milimetricamente os juros? “Porque queremos abrir uma nova fonte de financiamento”, diz Carvalho. “Tivemos problemas em 2002 e queremos evitar que eles se repitam no futuro.”

Há quase dois anos, no início de 2002, a Copesul foi atingida pela súbita queda da oferta de crédito para as empresas brasileiras. Temerosos em relação a mudanças bruscas na política econômica por causa da eleição de Luiz Inácio Lula da Silva, os bancos internacionais reduziram suas linhas de crédito, situação que persistiu até os primeiros meses do ano passado. O dinheiro subitamente tornou-se escasso. A Copesul, que financia cerca de 70% de suas vendas aos fornecedores com prazos médios de 84 dias, acusou o golpe. “Acendeu uma luz amarela”, diz Carvalho. “Sempre tivemos um bom nome no mercado e nunca nos faltou crédito, mas, quando o financiamento rareou, vimos que precisávamos ter uma alternativa aos bancos.” Com o dinheiro do fundo, a Copesul pretende reforçar seu capital de giro e pagar algumas dívidas que estão vencendo, mais caras do que o custo do fundo.

A operação da Copesul é diferente das outras 18 captações que já ocorreram por meio dos fundos de recebíveis (veja quadro). Os fundos já existentes usam papéis de vendas que já aconteceram, e o da empresa gaúcha usa títulos que ainda serão gerados. O nome técnico é fundo de recebíveis a performar.

A diferença é fácil de entender. Todos os fundos de recebíveis se baseiam

COMO GENTE GRANDE

O enorme volume de ativos garantidos por recebíveis nos países desenvolvidos

As operações começaram em 1985 e os ativos vêm crescendo

30% ao ano

O mercado americano desses ativos é de

2,58
trilhões de dólares

As emissões cresceram **18,6% nos Estados Unidos** e **45,9% na Europa** entre janeiro e setembro de 2003

Os principais ativos securitizados nos Estados Unidos são recebíveis de **cartões de crédito** e **títulos imobiliários**

Fonte: consultoria Uqbar

em uma das mais tradicionais operações bancárias, o desconto de títulos. Ao realizar uma venda a prazo, a empresa obtém um comprovante do direito de ser paga no futuro, conhecido como recebível. Pode ser uma duplicata, uma fatura de cartão de crédito ou os tradicionais e informais cheques pré-datados. A alternativa mais conhecida para o vendedor antecipar o dinheiro é descontar o título no banco, ou seja, obter um empréstimo utilizando o papel como garantia. A nova opção que vem surgindo é montar um fundo de

investimentos dedicado apenas a comprar esses títulos, repassando o dinheiro à empresa. Para isso, o fundo capta recursos diretamente dos investidores.

Todos esses negócios são fechados sem que seja necessário passar perto de uma agência bancária. A vantagem é que os juros são mais baixos e os prazos são mais longos. Já para o investidor, a remuneração é levemente superior a uma aplicação tradicional em títulos públicos. “Os fundos são uma boa alternativa ao crédito bancário para financiar a atividade produtiva”, diz Carlos Sussekind, superintendente de relações com investidores da CVM. A maioria das empresas que já lançou esses fundos usou recebíveis de vendas já realizadas. Por isso, a avaliação é que o potencial do mercado é muito grande. “Nos Estados Unidos, os ativos garantidos por recebíveis são o segundo investimento em ordem de importância”, diz o consultor americano Chuck Spragins, sócio da consultoria carioca Uqbar. “Seu patrimônio é de 2,58 trilhões de dólares, perdendo apenas para as aplicações em títulos públicos.” Lá, os maiores emissores são empresas de cartão de crédito e empresas imobiliárias (veja quadro).

O fundo da Copesul vai comprar comprovantes de vendas que ainda não aconteceram de fato, mas que têm uma grande probabilidade de acontecer no futuro. “Essa é uma possibilidade para as empresas que têm um fluxo de recebimentos bastante previsível, como companhias de água e esgoto e distribuidoras de energia”, diz Emilio Otranto Neto, diretor do Banco Votorantim, que estruturou a operação da Copesul. “Isso permite que os fundos sejam maiores.” Como empresas desse tipo geram muitos títulos parecidos, suas características financeiras — prazo, rentabilidade e inadimplência esperada — são mais fáceis de analisar.

Foi para aproveitar essa característica de seus recebíveis que a CPFL Piratininga, uma das empresas de distribuição de energia do grupo paulista

PARA TODOS OS GOSTOS

Fundos de recebíveis já são usados por bancos, empresas e pelo setor público

EMPRESA	ORIGEM DOS RECEBÍVEIS	OBJETIVO DE RENTABILIDADE	PATRIMÔNIO (R\$ MILHÕES)
Aetatis I	Crédito imobiliário	IGP-M + 10,5%	200
Aetatis II	Crédito imobiliário	IGP-M + 10%	200
BGN	Crédito consignado e direitos diversos	ND	50
BMG I	Crédito consignado	CDI + 3%	100
Caterpillar	Direitos de crédito mercantil	104% do CDI	80
CBD (Pão de Açúcar)	Cartões, cheques e tiquetes	103% CDI (a)	500
Chemical (Braskem)	Direitos de crédito mercantil	113,5% CDI	50
Copesul (b)	Direitos de crédito mercantil	106,5% CDI	125
CPFL Piratininga (b)	Contas de luz	107% CDI	300
Cruzeiro do Sul	Crédito consignado	115% CDI	100
Ideal Educação	Mensalidades escolares	Superar o CDI	5
Máxima	Crédito ao consumidor	115% CDI	100
OMNI	Crédito ao consumidor e financiamento de automóveis	112% CDI	100
Panamericano I	Crédito ao consumidor e financiamento de automóveis	112% CDI	100
Parmalat (encerrado)	Direitos de crédito mercantil	CDI + 1,7%	0
Perdigão	Direitos de crédito mercantil	ND	80
Petroflex	Direitos de crédito mercantil	104% CDI	60
Prefeitura de São Paulo	Direitos de crédito imobiliário	ND	105
Sadia	Direitos de crédito mercantil	95% CDI	150
TVA (Abril)	Assinaturas de TV a cabo	115% CDI (a)	120
TOTAL			2 525

Obs.: (a) rentabilidade da primeira série

(b) fundos de recebíveis a performar, ainda em processo de captação

Fonte: Integral Trust

CPFL, está preparando a captação de 300 milhões de reais em um fundo semelhante ao da Copesul, mas com 36 meses de prazo. A remuneração prevista inicialmente é de 107% dos CDI. "Mas nossa expectativa é que haja muita demanda de investidores e as taxas finais sejam menores", diz Nilo Cecco, vice-presidente financeiro do grupo CPFL. Mesmo que esse desconto não exista, a taxa compensa, e o prazo, mais ainda. "Praticamente não há crédito bancário por um período tão longo", diz Cecco. O dinheiro levantado pelo fundo vai pagar algu-

mas dívidas de curto prazo bem mais caras e financiar alguns investimentos na rede de distribuição de energia da CPFL Piratininga.

A emissão dos fundos da Copesul e da CPFL mostra um rápido amadurecimento desse mercado. Regulamentados pela CVM há pouco mais de um ano, os fundos de recebíveis abertos ao público e com circulação restrita entre poucos investidores já levantaram recursos de 2,3 bilhões de reais. O potencial é imenso. "Como o crédito bancário é escasso no Brasil, esses fundos podem ser uma boa alternativa para fi-

nanciar a produção sem expor o investidor ao risco de crédito de uma empresa", diz Sussekind, da CVM.

Foi o que defendeu de um prejuízo certo os investidores no fundo de recebíveis da Parmalat, lançado no início de dezembro do ano passado. A situação dos credores da empresa de alimentos italiana é ruim. Seu passivo a descoberto cresce a cada dia e as chances de pagamento diminuem. No entanto, o fundo de recebíveis conseguiu assegurar o resgate dos 110 milhões de reais, aplicados sem prejuízo para os investidores. "O fundo não foi afetado pelos problemas da empresa", diz Alexandre Zákia, diretor de produtos de investimento do Banco Itaú, que estruturou o fundo para a Parmalat. "O mercado passou pelo seu primeiro grande teste", diz Francisco Turra, sócio da consultoria paulista Integral Trust, especializada em montar esses fundos. "Foi uma prova de fogo para o mercado." Na prática, os investidores não tinham nenhuma relação com a Parmalat, mas com empresas de varejo que haviam comprado seus produtos e prometido pagar a prazo.

O episódio da Parmalat vai servir como um estímulo para os fundos de recebíveis. "Os investidores vão ficar mais confiantes", diz Patrícia Bentes, sócia da empresa de consultoria Hampton Solfise, especializada em estruturar esses fundos. No entanto, a confiança virá de um investidor mais seletivo. A forma como o fundo foi estruturado vai ser fundamental na hora de captar dinheiro. Detalhes como em qual conta bancária o dinheiro dos recebíveis será depositado farão toda a diferença em caso de dificuldade. "Sem as blindagens adequadas, os recebíveis do fundo podem entrar na massa falida da empresa e o investidor vai ter de ficar na fila com os demais credores", diz Patrícia. Nesse sentido, o episódio da Parmalat foi positivo. "Se os problemas da empresa tivessem contaminado o fundo, o desenvolvimento desse produto seria adiado vários anos." ■