

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**O MERCADO DE CRÉDITOS DISTRESS E O FIDC-NP: A EVOLUÇÃO,
POTÊNCIAL E INEFICIÊNCIAS**

Guilherme Martins Legatti

No. MATRICULA: 0712625

Orientadora: Nazareth Maciel

DEZEMBRO/2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**O MERCADO DE CRÉDITOS DISTRESS E O FIDC-NP: A EVOLUÇÃO,
POTÊNCIA E INEFICIÊNCIAS**

Guilherme Martins Legatti

No. MATRICULA: 0712625

Orientador: Nazareth Maciel

DEZEMBRO/2010

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	5
1.1.	O MERCADO DE CRÉDITO	6
2.	MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL.....	10
3.	O MERCADO DE CRÉDITO DISTRESS.....	15
3.1.	SOBRE O DEFAULT E O DISTRESS	15
3.2.	PARTICIPANTES DO MERCADO.....	17
4.	FIDCS E FIDC-NP	19
5.	BASE LEGAL.....	23
5.1.	INTRODUÇÃO	23
5.2.	ASPECTOS LEGAIS SOBRE O MERCADO DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS	24
5.3.	ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA.....	26
5.4.	OS FIDCS NAS INSTRUÇÕES DA CVM.....	27
6.	POTÊNCIAIS RISCOS DE UM FIDC-NP.....	31
6.1.	PROTEÇÃO PARA OS RISCOS	33
6.1.1.	CREDIT DEFAULT SWAP.....	33
6.1.2.	MECANISMOS DE HEDGE POR AÇÕES	35
6.1.2.1.	<i>CASO TEÓRICO</i>	38
6.1.2.2.	<i>POSSÍVEIS INDÍCIOS NA ECONOMIA REAL</i>	40
6.1.2.3.	<i>ANÁLISE EX-POST DE CASOS REAIS DE DISTRESS</i>	41
6.1.2.3.1.	<i>VARIG</i>	42
6.1.2.3.2.	<i>SADIA E PERDIGÃO</i>	46
6.2.	CONSTATAÇÕES FINAIS.....	48
7.	CONCLUSÃO.....	50
	BIBLIOGRAFIA.....	52

SUMÁRIO DE FIGURAS

Figura 1 - Crescimento do Crédito	11
Figura 2 - Relação Crédito/PIB	12
Figura 3 - Inadimplência e Provisões	13
Figura 4 - Volumes Negociados	14
Figura 5 - Waterfall	16
Figura 6 - Comparação de Performance	17
Figura 7 - Tipos de Classificação de Risco	18
Figura 8 - Funcionamento de um FIDC comum	20
Figura 9 - Dados Sobre os FIDCs em Novembro de 2010.....	21
Figura 10 - Funcionamento de um Credit Default Swap.....	34
Figura 11 - Caso Teórico	39
Figura 12 - Bond da Blockbuster - Valor de mercado (em USD).....	41
Figura 13 - Cotações da Varig	42
Figura 14 - Cotações de TAM e GOL	43
Figura 15 - Cotações Perdigão e Sadia.....	47

SUMÁRIO DE TABELAS

Tabela 1 - Instrumentos de Captação	8
Tabela 2 - Número de Emissões Primárias de FIDC, por tipo	22
Tabela 3 - Rentabilidade dos FIDCs-NP	31
Tabela 4 - Estatísticas	32
Tabela 5 - Número de companhias por setor da economia.....	37

Resumo

O principal objetivo deste trabalho é apresentar um mercado relativamente novo e com grande potencial de desenvolvimento nos próximos anos, o mercado de crédito distress, destacando sua evolução ao longo do tempo, apontando medidas ou reformas feitas nos últimos 16 anos que melhoraram o ambiente econômico e jurídico. Para isso serão abordadas as reformas legais, como a Lei de Falências e a Alienação Fiduciária, que trouxeram mais segurança para os credores. As instruções da CVM que instituíram os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e também os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados, esse último o único veículo de investimento regulado pela CVM que permite o investimento em ativos de crédito em distress. É objetivo deste trabalho mostrar que o mercado está no início de seu desenvolvimento, e por isso ainda apresenta algumas ineficiências que possivelmente serão contornadas com a evolução do mercado financeiro brasileiro.

Palavras-chave: Mercado de Crédito, FIDC-NP e “Distress”

1. INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como objetivo apresentar um mercado relativamente novo e com muito potencial de desenvolvimento no mercado financeiro. Mostrando sua evolução, base legal e possíveis riscos inerentes a esse tipo de negócio. O tema principal é apresentar o mercado de créditos em distress, ou seja, créditos problemáticos, com possíveis riscos de default.

Um tópico que será abordado é a evolução do mercado de crédito brasileiro e a grande disponibilidade deste na economia hoje. O Brasil, no passado, tinha indicadores de crédito muito aquém da necessidade, o grande problema era a falta de estabilidade financeira e uma baixa efetividade das leis que regulam esse mercado. Com a estabilização da inflação alcançada após o plano Real, o país conseguiu alcançar a tão sonhada estabilidade financeira. No ramo jurídico, leis importantíssimas foram criadas e ajudaram bastante o fortalecimento da economia. Com esses avanços o mercado financeiro e o mercado de crédito cresceram fortemente ajudando na consolidação financeira do país.

Para essa apresentação se tornar mais completa, fará parte da análise uma breve conceituação sobre os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NP), denominação dada pela autarquia CVM para os fundos que estão aptos a investir em créditos com problemas. Abordando as oportunidades disponíveis para esses tipos de fundo. Tais fundos que foram recentemente regulamentados pela CVM e, por consequência, existem muitas regras que ainda estão sendo adaptadas conforme os questionamentos vão surgindo.

Um das questões que surgem é quanto aos instrumentos permitidos para se fazer o hedge da carteira, que como será mostrado mais a frente é muito exposta a riscos. Isso acontece porque o produto ainda é muito novo e de uma natureza mais complexa que o FIDC comum.

Tendo sempre como objetivo ao longo do trabalho mostrar como a evolução do mercado de crédito possibilita o aparecimento de uma nova oportunidade de investimento, que funciona como uma ótima diversificação para investidores de renda variável e possibilita ganhos substancialmente acima do DI.

1.1. O MERCADO DE CRÉDITO

O mercado de crédito e o mercado de capitais na literatura acadêmica sempre foram questões que despertavam uma dicotomia. Em Adelaide e Cristina, é feito esse interessante caminho, a fim de mostrar a evolução na academia desse conceito. Começando com a definição de Zysman (apud HERMANN, 1989) que identificou três padrões de financiamento, observando casos concretos: o sistema de mercado de

capitais (SMC), o sistema de crédito privado (SCP) e o sistema de crédito governamental (SCG). Enquanto que no primeiro sistema (SMC) os ofertantes preponderantes de recursos na economia são as instituições financeiras não-bancárias, pois predominam os financiamentos diretos de empresas via mercado de capitais, nos outros dois sistemas (SCP e SCG), os ofertantes típicos são os bancos, uma vez que o mecanismo de financiamento predominante das empresas é o crédito bancário.

Carvalho et al (2007) propôs uma classificação com a diferenciação apenas entre sistema financeiro baseado em crédito e sistema financeiro baseado em mercado. O autor ressalta que sempre há presença de crédito e mercado nos diferentes sistemas financeiros, mas que, em alguns casos, o apoio da intermediação é fundamental para o financiamento do investimento (baseado em crédito) e, em outros, a desintermediação é mais avançada e tem papel mais relevante no financiamento das empresas (sistema baseado em mercado). Sugerindo uma padronização dos contratos e das transações nesse último caso, como as necessidades de financiamento dos agentes são satisfeitas através da colocação de papéis. Tal padronização é que permite a comparabilidade e a intercambialidade das obrigações, condição fundamental para o desenvolvimento de um mercado secundário ativo. Também se torna mister o aparecimento de diversas instituições de apoio, como as empresas classificadoras de risco, já que são elas que informam ao público as vantagens e riscos envolvidos nos contratos, através do sistema de notas. Não menos importante é a definição de regras legais para a solução de conflitos e prescrição de sanções aos violadores de contratos. Por esse elenco de razões, Carvalho et al (2007) conclui que o sistema financeiro baseado em mercado só se viabiliza em economias onde haja sistema financeiro complexo e desenvolvido do ponto de vista legal, institucional e de capacitação dos próprios agentes. Na França, de acordo com Boissieu (1993), 1988 foi o momento do big bang, com a queda da muralha que separava o sistema bancário do mercado acionário e com o rápido movimento de securitização que deslançou a partir de então (em Adelaide e Cristina, 2009).

No Brasil os principais instrumentos de captação utilizados pelas empresas, entre 2000 e 2008, foram:

Tabela 1 - Instrumentos de Captação

Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias
2000	1.410,17	8.748,00	7.590,70
2001	1.353,30	15.162,14	5.266,24
2002	1.050,44	14.635,60	3.875,92
2003	230,00	5.282,40	2.127,83
2004	4.522,55	9.614,45	2.241,25
2005	4.511,29	41.538,85	2.631,55
2006	14.283,02	69.464,08	5.278,50
2007	33.200,71	46.533,79	9.725,50
2008	32.148,10	37.458,54	25.907,75

Fonte: CVM – Elaboração Adelaide e Cristina 2009

As características desses tipos de captação são citados abaixo, excluindo as ações que são instrumentos de captação por venda de participações, logo não são dívidas. Também é colocado outro forte instrumento de captação por parte das empresas que são as Cédulas de Crédito Bancário (CCBs)

Debêntures ou Bonds são títulos de crédito representativo de empréstimo que uma companhia faz junto a terceiros e que assegura a seus detentores direito contra a emissora, nas condições constantes da emissão. Nela é definido o tipo e a frequência dos juros, as amortizações de principal, a moeda da captação e as garantias caso existam. Podem ser emitidas no mercado nacional ou internacional. Caso sejam emitidas em território nacional serão custodiadas na CETIP, e deverão obedecer as regras da CVM. São operações de longo prazo em sua maioria.

Nota Promissória é um título de crédito emitido pelo devedor sob a forma de promessa de pagamento a determinada pessoa, de certa quantia, em certa data. A nota promissória, portanto, é uma promessa direta e unilateral de pagamento, à vista ou a prazo, efetuada, pelo devedor ao credor. Os prazos mínimos e máximos são definidos pela CVM e estipulados em 30 e 180 dias, respectivamente.

Cédula de Crédito Bancário (CCB) é uma forma criada para que os contratos de dívidas pudessem ser negociados em mercado secundário. No qual o mesmo deve ser registrado na CETIP e quando cedida à um terceiro terá os mesmos poderes que a

instituição financeira emitente tinha antes de cedê-las. As datas de amortização e pagamento de juros devem ser explicitadas, assim como a moeda do empréstimo e seu indexador de juros. Suas garantias devem ser explicitadas no contrato, caso seja constituída a alienação fiduciária o detentor da CCB, poderá executá-la em caso de inadimplemento. São operações de longo prazo em sua maioria. Elas não aparecem no quadro acima, pois sua emissão é privada e, portanto, não são reguladas pela CVM.

Como podemos ver o mercado e as oportunidades de investimento no Brasil estão crescendo exponencialmente, seja no mercado acionário ou no mercado de crédito. Fato esse devido à estabilização da economia brasileira e avanço dos produtos financeiros disponíveis para o público em geral. Com a evolução do mercado, inúmeras oportunidades de investimento, que anteriormente não estavam disponíveis, com um enorme potencial de crescimento estão surgindo, como a que será abordada no decorrer deste capítulo. Será apresentado o mercado de distress e o veículo autorizado pela CVM para investir nesse tipo de mercado. Demonstrando como o mercado de crédito e capitais estão se tornando cada vez mais interligados, da mesma forma que foi visto nas definições acadêmicas.

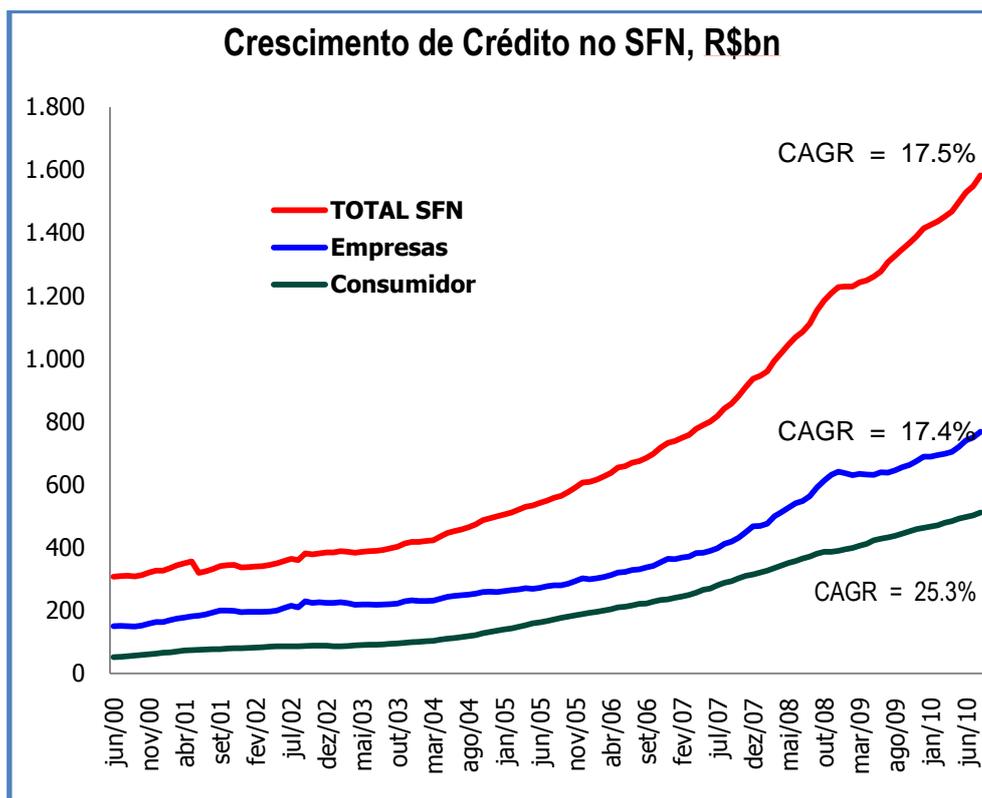
2. MERCADO DE CRÉDITO NO BRASIL

Como a disponibilidade de ativos em distress é altamente correlacionada com o crescimento do volume de crédito, é importante estudar como evoluiu o crédito no país e mostrar o motivo deste mercado ser tão pouco desenvolvido à 15 anos atrás e, nos últimos oito anos, desenvolver-se de maneira exponencial, criando novos mercados e oportunidades de investimento.

O Brasil tem experimentado nos últimos anos um longo período de estabilidade financeira e prosperidade econômica. Mas nem sempre essa foi a realidade do país, com uma economia altamente dependente de suas commodities e um governo muito pouco eficiente, no que diz respeito à um gerenciamento eficiente das contas públicas, ficando sempre dependente do ambiente macroeconômico mundial.

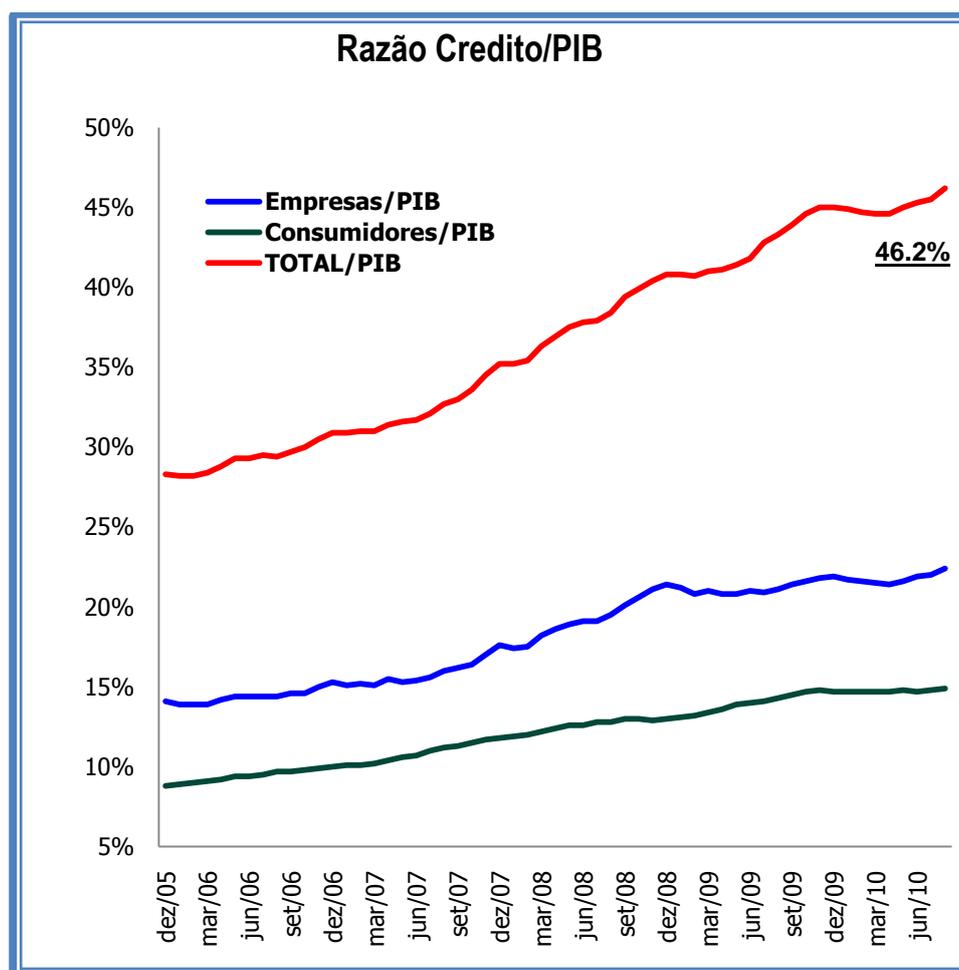
Atualmente o cenário é diferente, o país está mais resiliente a crises externas, e o volume de crédito disponível para todos os segmentos da economia interna vêm crescendo de maneira significativa. Com dados do Banco Central é possível quantificar esse crescimento tão visível no cotidiano nacional, em junho de 2000 o total disponível em todo o sistema financeiro nacional era algo em torno 307 bilhões de reais, um volume razoavelmente baixo para um país continental, como é o Brasil. Já em agosto de 2010, tal valor passou para 1,583 trilhões de reais, um volume cinco vezes maior. A taxa de crescimento anual do crédito no período 2000-2010 foi de 17,5%. Pode-se observar no gráfico abaixo, que o aumento foi a taxas igualmente altas quando comparamos o crescimento por segmento da economia. Esse gráfico é muito interessante de ser observado, pois mostra através do volume de crédito do sistema financeiro nacional que não existia anteriormente um mercado de crédito efetivamente, devido às condições macroeconômicas e jurídicas. Atualmente, essa situação vem se alterando, fazendo com que o país alcance níveis consideráveis de volume de crédito.

Figura 1 - Crescimento do Crédito



Para observar de outro ponto de vista é interessante ver a dinâmica que o crédito em relação ao PIB vem evoluindo durante os últimos cinco anos. Como é conhecido o PIB brasileiro nesses cinco anos cresceu a taxas positivas, nem mesmo durante a crise de 2008 existiu um recrudescimento desse dado macroeconômico. No gráfico abaixo essa dinâmica é explicitada, o crédito como percentual do PIB vem mostrando que esses valores estão crescendo constantemente. O volume total de crédito do Sistema Financeiro Nacional em agosto de 2010 era de 46,2%, razão que em 2005 não era superior a 27%. Vale revisitar o que foi escrito no início do parágrafo, que o PIB brasileiro esteve em constante crescimento, servindo para garantir a afirmação que o volume de crédito vem crescendo de maneira expressiva e considerável no país.

Figura 2 - Relação Crédito/PIB

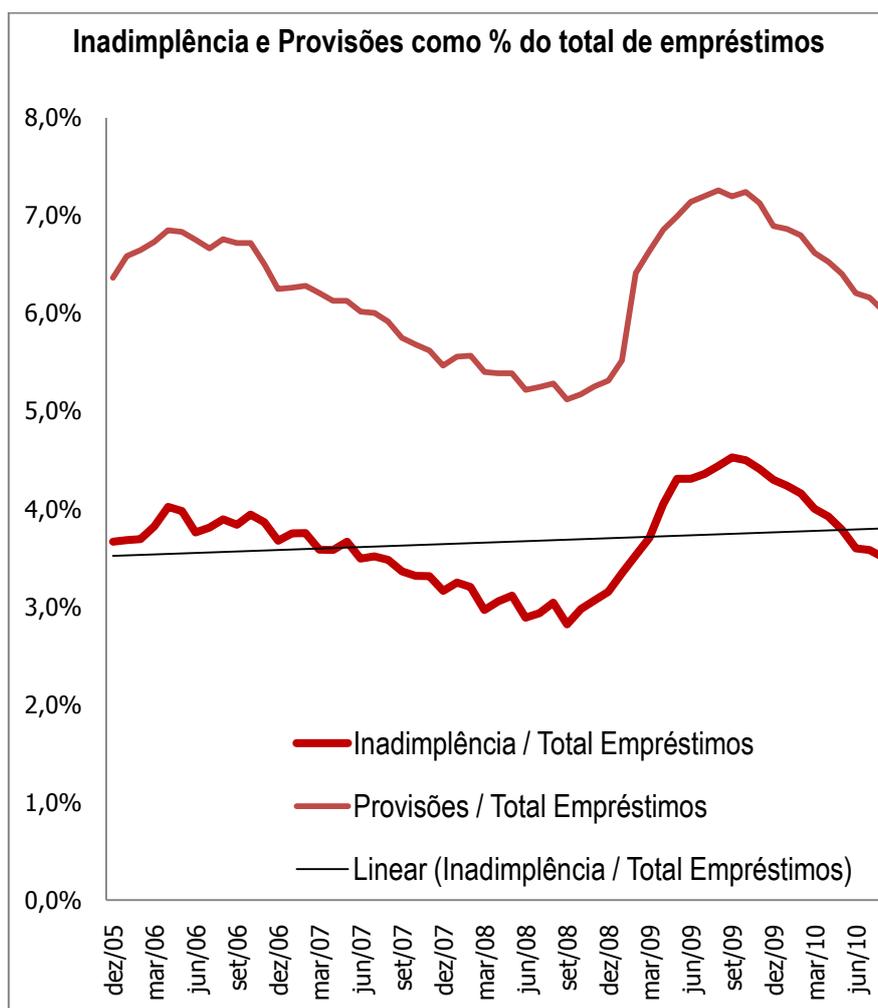


Fonte: BCB

O Banco Central usa como método para definir se um crédito está inadimplente o número de dias que está vencido. Logo, todo o crédito vencido e não pago por mais de 90 dias seria um possível ativo para o mercado de distress. E, ainda com dados do Banco Central, é possível estabelecer uma forte relação entre o volume de créditos inadimplentes e o volume total de crédito do Sistema Financeiro Nacional. É visível que nos anos anteriores a crise de 2008, com o crédito expandindo e a economia fortemente aquecida, a inadimplência estava em uma tendência de queda, pois a oferta de crédito estava alta e a demanda também fazendo com que os tomadores de empréstimo conseguissem honrar com suas obrigações. No período da crise, marcado pelo enfraquecimento da economia e queda da oferta de crédito, muitos dos devedores que haviam contraído dívidas em quantidades muito grandes com a expectativa de que a demanda fosse continuar aquecida, acabaram encontrando dificuldades para pagar suas obrigações, logo, observa-se uma forte alta da inadimplência nesse período. Porém, o

mais interessante é observar que mesmo com as variações, inerentes a situação econômica momentânea, existe uma tendência quase linear de estabilidade da razão. Outro ponto importante é a proteção que as provisões que devem ser feitas, por ordem do Banco Central, de acordo com o nível de risco do empréstimo formam uma proteção para a economia, fortalecendo a proteção da economia no que diz respeito a inadimplência. Ou seja, os níveis de provisão são efetivamente maiores que os níveis de inadimplência.

Figura 3 - Inadimplência e Provisões

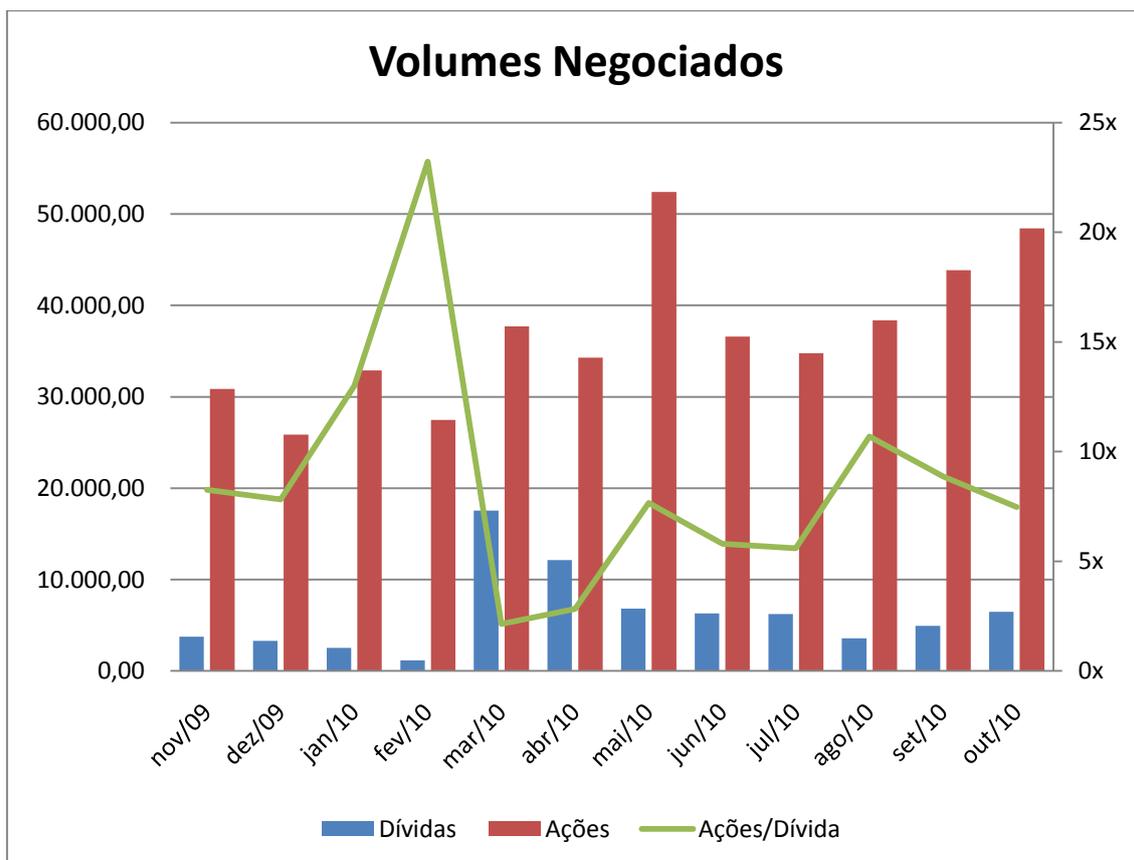


O mercado de crédito está se expandindo fortemente, mas precisa que o mercado secundário de dívidas também se desenvolva, ultimamente essa questão tem sido recorrente em assuntos de jornais especializados em Mercado Financeiro, pois no país existe uma tendência de crescimento nas emissões de debêntures e dívidas no mercado primário, mas que não é acompanhada por um mercado secundário, fazendo com que a

falta de liquidez acabe freando o mercado de emissão de dívidas e acabe prejudicando as empresas. Segundo reportagem do Valor Econômico de 28/10/2010: “Mas para fortalecer o mercado de títulos privados no Brasil é preciso fortalecer o mercado secundário. Não existe mercado primário sem secundário, uma vez que a primeira pergunta do investidor frente a uma oportunidade de negócio é saber qual a porta de saída.... Por isso, o mercado de debêntures e de papéis privados depende em grande medida de um mercado secundário: a liquidez e transparência são fundamentais para se desenvolver o mercado.”

O gráfico abaixo mostra como é visível a diferença entre o mercado secundário de dívidas e o mercado acionário. Ao observar o volume mensal transacionado nesses mercados fica evidente a grande diferença entre os valores. Confirmando o que foi citado acima. O volume negociado chega a ser quase 23 vezes maior no mercado de ações que no mercado de dívidas.

Figura 4 - Volumes Negociados



Fonte: Dados sobre o Mercado de Ações – Bovespa e Dados sobre o Mercado Secundário de dívidas - Anbima

3. O MERCADO DE CRÉDITO DISTRESS

3.1. SOBRE O DEFAULT E O DISTRESS

Segundo Damodaran (2006):

“If we define it as companies that enter chapter 11, relatively few publicly traded firms at any point in time can be considered distressed. If we define it more broadly as firms that are having trouble making interest payments and meeting other contractual commitments, distress is much more common.”

Como é considerado por Damodaran no seu caso mais abrangente, é muito comum companhias não conseguirem honrar suas obrigações em alguma época de sua história. Quando se refere ao Chapter 11, ele está falando do conceito conhecido na nova legislação brasileira de falências como Recuperação Judicial, a empresa que teve dificuldades para pagar seus credores e, por conseguinte teve que entrar com um pedido judicial para evitar que a cobrança fosse feita, ganhando mais tempo para superar uma adversidade.

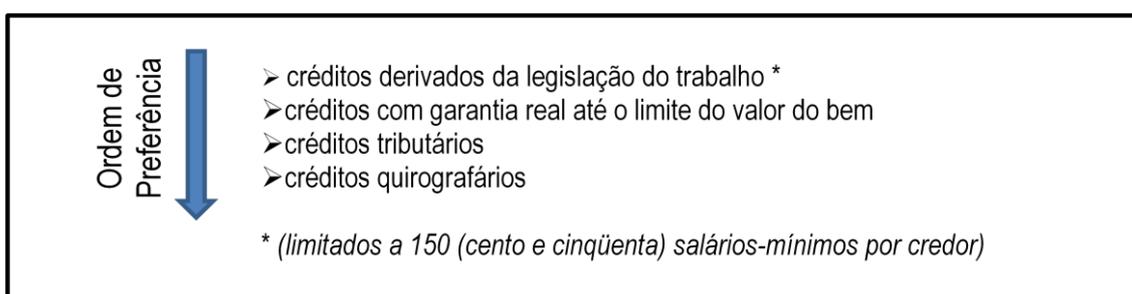
Logo, quando uma empresa não cumpre suas obrigações com os credores se encontra em situação de *default*, essa companhia então pode ser uma companhia em “*Distress*” (em dificuldade). Quando essas empresas estão em dificuldades o valor de mercado dos títulos de dívidas destas tendem a cair vertiginosamente, pois os credores não querem segurar um título podre e as companhias perdem muito valor com essa situação. O que é explicado no trecho de Damodaran(2007):

“In fact, the costs of distress stretch far beyond the conventional costs of bankruptcy and liquidation. The perception of distress can do serious damage to a firm’s operations, as employees, customers, suppliers and lenders react. Firms that are viewed as distressed lose customers (and sales), have higher employee turnover and have to accept much tighter restrictions from suppliers than healthy firms. These indirect bankruptcy costs can be catastrophic for many firms and essentially make the perception of distress into a reality. The magnitude of these costs has been examined in studies and can range from 10-25% of firm value.”

As dívidas são sempre classificadas por ordem de preferência de recebimento do crédito caso ocorra uma liquidação - conhecido no mercado financeiro como waterfall, os primeiros da fila terão prioridades no recebimento da liquidação da empresa. Logo, os valores cairão de acordo com o tipo de dívida e também os ativos da empresa.

Quando uma companhia entra em falência, todos os seus ativos são vendidos para pagar os credores. Desde que sejam maiores que os valores devidos, todos receberão suas partes e os acionistas ficarão com o resíduo. Caso contrário, e mais comum no mercado, os últimos credores “waterfall” acabam sem receber e os acionistas também. Portanto, segundo a legislação de falências no Brasil a ordem de recebimento dos créditos seria da forma mostrada na figura abaixo. O governo, dívidas trabalhistas e credores com alienação fiduciária têm preferência sobre os credores quirografários, ou seja, credores sem garantias reais, como bens móveis ou imóveis.

Figura 5 - Waterfall

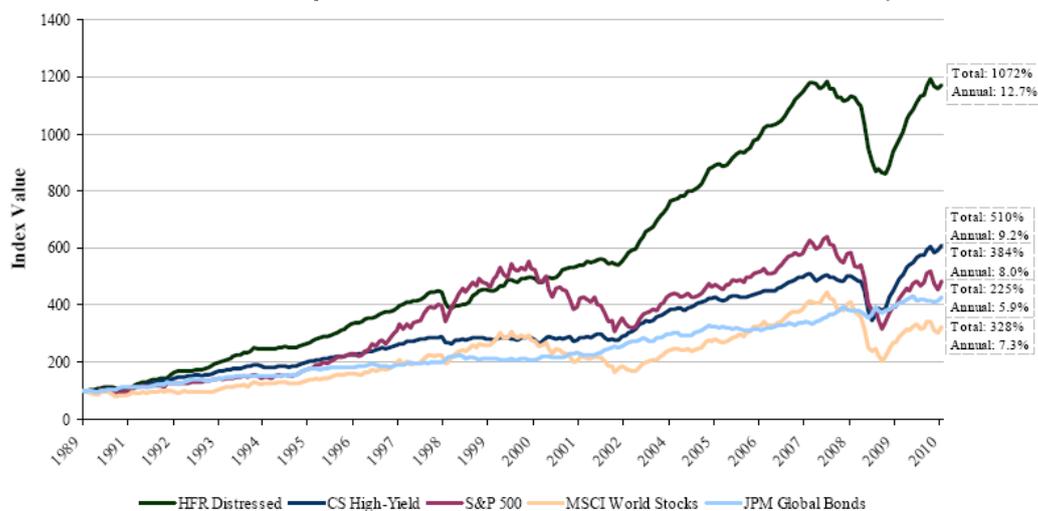


Fonte: Lei de Falências nº 11.101

O mercado secundário de dívidas, nos casos de distress é importante, pois mesmo em situação de default, um título pode ter um preço que outro investidor esteja disposto a comprar. Uma dívida que possivelmente será renegociada a vinte centavos (ou seja, 20% por real de valor de face) pode ser um bom investimento para alguém que acredite que isto irá ocorrer e a compre por dez centavos. Para o vendedor também é um bom negócio, pois aquele título que para ele teria valor zero pode reduzir suas perdas ao vendê-la a dez centavos. Isso tudo dependerá da visão de quem analisa o crédito, pois é possível ir contra o mercado e ter uma alta rentabilidade, mas como foi citado por Damadoran, muitas empresas enfrentam dificuldades e conseguem resolver suas obrigações, porém outras não, isso faz com que esse investimento seja de muito risco, e portanto, sobre o princípio básico de “portfólio management” de risco e retorno, investidores devem esperar um retorno maior para um investimento deste tipo. Isso pode ser observado no gráfico abaixo retirado da apresentação de um fundo de distress americano, o retorno do mercado de distress tende a superar o retorno de índices tradicionais (todas essas informações são baseadas em dados da economia americana).

Figura 6 - Comparação de Performance

Exhibit 1: Performance Comparisons – Distressed Index vs. Traditional Indices (12/31/89 – 7/31/10)



Fonte: Gramercy

Quando um investidor, ou fundo, compra esses títulos enxergam em um futuro próximo algum evento, pode ser uma liquidação, um “*turnaround*” na empresa, uma possível venda para concorrentes, um novo aporte de capital por parte dos sócios, entre outros eventos que poderão ocorrer e mudem o rumo da situação atual.

3.2. PARTICIPANTES DO MERCADO

Os participantes desse mercado no mundo são as instituições financeiras que têm suas atividades ligadas ao investimento, ou seja, os principais participantes desse mercado, em uma escala mundial, seriam os grandes hedge funds, Investment Banks, Bancos Comerciais, fundos de pensão, fundos de crédito em situações especiais e até empresas não ligadas ao mercado financeiro. Os maiores originadores desse tipo de crédito são os bancos comerciais e os Investment Banks.

Bancos Comerciais e Investment Banks são originadores e compradores de créditos distress, pois possuem áreas de estruturação de operações de crédito e mesas especializadas em negociar ativos em distress. Por isso são grandes movimentadores desse tipo de mercado. No Brasil Bancos Comerciais têm enormes incentivos à vender créditos inadimplidos, pois o Banco Central estipula uma regra de provisionamento em que créditos devem ser provisionados na proporção mostrada abaixo:

Figura 7 - Tipos de Classificação de Risco

Dias em Atraso	Classificação	Provisão
< 15	A	0,50%
de 15 à 30	B	1%
de 31 à 60	C	3%
de 61 à 90	D	10%
de 91 à 120	E	30%
de 121 à 150	F	50%
de 151 à 180	G	70%
> 180	H	100%

Fonte: BCB

Como pode ser visto, a provisão para créditos vencidos a mais de 180 dias devem ser marcados a zero no balanço do banco, implicando neste uma perda significativa de novos empréstimos que poderiam ser concedidos.

Fundos de Pensão podem ser compradores desses ativos em distress, pois a visão de recuperação desses ativos é de longo-prazo, e um fundo deste tipo tem sempre uma visão de retorno no longo-prazo e não imediato. Mesmo sendo um investimento de risco, por causa de sua volatilidade no curto-prazo, tende a um retorno positivo no futuro, funcionando, então, como uma possibilidade de diversificação da carteira destes fundos, o que eliminaria o risco inerente a esse investimento com a diversificação da carteira.

Hedge Funds são participantes desse mercado da mesma forma que fundos de pensões, por possuírem enormes quantidades de dinheiro acabam participando de quase todo o mercado financeiro, com o intuito de diversificar seus investimentos pelo mundo.

Os fundos de crédito em situações especiais seriam os participantes especializados nesse mercado, seu objetivo é encontrar boas oportunidades para investir nesse tipo de ativo. Pelo mundo existem inúmeros fundos de investimento especializado nesse mercado, mas no Brasil ainda é um mercado que está apenas começando. Segundo regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o único tipo de fundo habilitado para participar é o FIDC-NP (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados), que é o objeto de estudo desse trabalho.

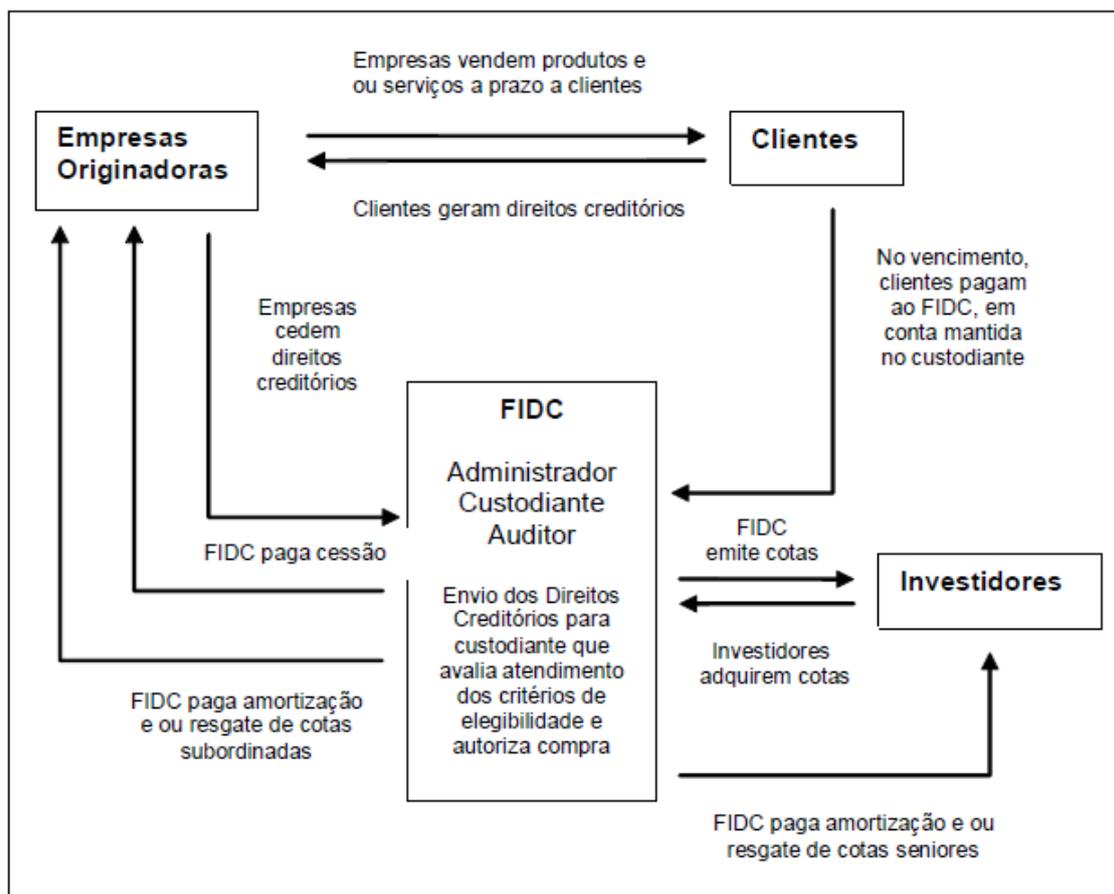
4. FIDCs E FIDC-NP

Como foi visto o mercado de crédito e mercado de crédito distress estão evoluindo fortemente criando as condições necessárias para que o mercado de fundos de crédito também se desenvolva. Antes de abordar o FIDC-NP é preciso analisar as condições em que os FIDCs começaram e como evoluíram para algo mais complexo como os Não Padronizados focados em créditos inadimplentes.

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios vem se constituindo no principal instrumento de suporte às operações de securitização no Brasil. Criado e regulamentado pelo Banco Central do Brasil, através da Resolução 2.907 de 29 de novembro de 2001, e pela Comissão de Valores Mobiliários, através da Instrução 356 de 17 de dezembro de 2001, o FIDC tem o propósito de ampliar a liquidez do mercado de crédito e a oferta recursos, na medida em que se torna uma opção de financiamento com menores custos em relação ao crédito bancário, principalmente para empresas de pequeno e médio porte, inclusive as de capital fechado e, em alternativa à captação de recursos para bancos e financeiras (Adelaide e Cristina, 2009).

Um FIDC regular é constituído para ser uma estrutura simples e que diminua o número de intermediários, e, portanto diminua os custos para as empresas que participam dessas operações. Podendo, então, alcançar participantes que antes eram mantidos a margem do sistema de crédito do país. Mostrado por Adelaide e Cristina (2009), A empresa securitiza sua carteira de recebíveis de crédito, cedendo-a para o fundo, a fim de captar recursos, geralmente para pagar dívidas, melhorar a estrutura do balanço e/ou obter capital de giro. Esta empresa pode ser do ramo industrial, comercial, bancos e financeiras, incorporadora ou locadora. Os recebíveis (duplicatas, carnês, cheques, contratos de compra e venda e de aluguel de imóveis, crédito bancário entre outros) são avaliados pelo fundo que paga a cessão a uma dada taxa de desconto. O fundo emite cotas no mercado e as remunera. No caso em que a empresa cedente adquire cotas subordinadas, o fundo paga também a amortização e o resgate. Os sacados, clientes da empresa cedente, pagam ao fundo através de conta corrente mantida pela instituição custodiante.

Figura 8 - Funcionamento de um FIDC comum



Fonte: CVM – Elaboração Adelaide e Cristina (2009)

Já um FIDC-NP possui uma estrutura de natureza mais complexa, pois pode ter em carteira, ativos que não são tão simples quanto recebíveis de empresas com uma solidez financeira. Os ativos que podem ser adquiridos são, entre outros, os (ativos) descritos na seção anterior que estariam em situação de distress. Adelaide e Cristina (2009) diz que:

“sob o amparo de uma normatização crescente, os FIDCs vêm se constituindo em um instrumento de captação de recursos cada vez mais abrangente e flexível”.

Tal constatação feita anteriormente pode ser observada na Tabela abaixo, onde se encontra o patrimônio líquido dos FIDCs registrados na CVM. Pode-se observar que os PLs dos FIDCs-NP ainda são baixos em relação ao FIDCs regulares, chegando a quase 10% de seu valor, se considerarmos os FIDCs-NP excluindo o fundo de recebíveis

Petrobras, sendo que destes restantes apenas poucos são realmente focados em créditos distress.

Figura 9 - Dados Sobre os FIDCs em Novembro de 2010

Tipo de Fundo	PL	Numero de fundos	Cotistas Sênior
FIDC	35.137.285,77	249	4.913
FIC-FIDC	1.149.934,79	8	96
FIDC-NP	24.551.491,38	57	160
FIDC-NP*	3.657.762,42	56	131

**Excluindo FIDC PETROBRAS*

Fonte: CVM

Nos dados sobre mercado de crédito brasileiro, somente de créditos bancários que estão inadimplentes existem cerca de 100 bilhões de reais, e, portanto, um mercado com enorme potencial de crescimento para os FIDCs-NP. É importante lembrar que o número de possíveis compradores de créditos inadimplentes seria muito menor que os 56 fundos FIDC-NP registrados, pois muitos deles não são especializados nesse tipo de mercado, ou acabaram se tornando “Não Padronizados” pela alta inadimplência da carteira.

É esperado também que esse tipo de fundo tenha um grande potencial, em razão das situações macroeconômicas mundial, que é um período de expansão e boas perspectivas para o Brasil, porém deve haver muita cautela em relação a recuperação mundial. O mercado de crédito vem crescendo fortemente, os avanços trazidos pela estabilização econômica e evolução jurídica, são fortes determinantes para que essa condição de grande potencial se estabeleça.

A distribuição e crescimento de emissões de novos FIDCs é dada à passos largos, pois a diversidade deste produto é muito alta. O FIDC-NP que teve autorização para funcionamento pela CVM em 2006, já registra um número significativo de fundos abertos, 57 em 2010. Ao observar o número de emissões primárias de todos os FIDCs, de 2002 até 2008, fica evidente esse potencial crescimento dos FIDCs-NP. Logo no ano de lançamento foram criados três fundos, seguidos no ano seguinte por mais seis fundos e, em 2008, por nove. Representando 14,1% das emissões de FIDCs

Tabela 2 - Número de Emissões Primárias de FIDC, por tipo

Natureza da Operação	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Agropecuário	-	-	-	-	1	3	4
Comercial	-	5	8	9	3	4	1
Crédito bancário e Financeiro	-	-	-	4	6	3	3
Credito Consignado	2	1	10	15	13	8	9
Educacional	-	-	-	-	1	-	4
Energia elétrica	-	-	2	2	3	5	2
FICFIDC	1	-	2	2	-	-	2
FIDC Não-padronizado	-	-	-	-	3	6	9
Financiamento de veículos	-	1	-	8	10	5	4
Imobiliário	-	2	5	1	-	3	1
Industrial	-	1	-	4	7	4	4
Multisetorial	-	-	5	-	10	20	17
Outros	-	1	-	1	6	4	4
Total	3	11	32	46	63	65	64

Fonte: CVM – Elaboração Adelaide e Cristina (2009)

Um ponto interessante para o aumento do potencial dos FIDCs e, principalmente, para os FIDCs-NP é a baixa correlação com o mercado de renda variável, aparecendo para os investidores como uma ótima forma de diversificação de seus ativos. Isso ocorre porque estes fundos têm como referência de rentabilidade a taxa DI, dado que seus portfólios contêm na maioria ativos de crédito, indexados ao DI ou a outros índices de preços, como o IGP-M ou IPCA. Logo, os ativos de crédito não são afetados da mesma forma que o mercado acionário, portanto, os fundos de renda variável normalmente irão acompanhar o índice Bovespa e os FIDCs irão acompanhar o DI. Mas, como esse investimento é mais complexo, é esperado um prêmio em sua rentabilidade acima do índice DI. Uma análise da rentabilidade e risco de tais fundos será evidenciada adiante e, essa diversidade dos tipos de fundo fica clara ao mostrar a distribuição dos retornos no ano e no mês.

5. BASE LEGAL

5.1. INTRODUÇÃO

O mercado de crédito durante este período mostrado anteriormente também foi afetado por mudanças na legislação nacional e na regulatória . O mercado financeiro é regulado pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A CVM irá regular toda a parte que diz respeito ao mercado de capitais, e, portanto, o veículo estudado nesta monografia, o FIDC.

Como somente Bancos podem fazer operações de crédito, pois é a sua função no Sistema Financeiro Nacional. Os bancos recebem os depósitos do público e, então, utilizam estes recursos para emprestar aos tomadores. Essa função é regulada pelo Banco Central, pois existe a criação de moeda e envolve um risco alto para os depositantes. Os fundos de investimento podem então adquirir esses direitos creditórios e vender quotas para investidores que desejam diversificar suas aplicações no mercado. A autarquia CVM é a responsável pela regulação desses fundos.

Além de importantes evoluções na regulação, a legislação também foi evoluindo junto com a demanda trazida pela estabilização da moeda e crescimento do crédito. A inovação mais importante para esse mercado foi a criação da lei que dispõem sobre a Alienação Fiduciária. Outro ponto importante é a mudança, mesmo que lenta, por parte dos juízes para entender que o mercado de crédito só irá crescer quando as garantias dadas em um empréstimo bancário, que entre em default, possam ser executadas de maneira rápida, ou seja, o cumprimento do contrato. Outro avanço importante, mas que seus efeitos ainda estão sendo percebidos e adaptados de acordo com as necessidades é a nova lei de falências, que incorpora o conceito de “DIP financing” existentes em países como Estados Unidos. Essa nova lei traz para o Brasil a chance de uma companhia que está em dificuldades se recuperar e não mais, como antigamente, entrar diretamente em falência e com isso decretando o fim das possibilidades da companhia se recuperar.

A proteção legal tem um papel importante no desenvolvimento dos mercados de crédito, segundo a literatura corrente quanto maior a proteção ao credor, dada pelo sistema legal, melhor para o mercado de crédito (Araujo e Funchal, 2006)

Mesmo com toda a regulação e avanços na legislação do país, o Brasil ainda se encontra muito atrasado em relação a países com um histórico maior de cumprimento do direito de propriedade.

5.2. ASPECTOS LEGAIS SOBRE O MERCADO DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS

A nova lei de falências foi uma medida legal que veio a somar para a expansão e fortalecimento do mercado crédito, tanto primário quanto secundário. Junto com a Alienação Fiduciária, tenta garantir ao credor mais segurança e oportunidades de investimento. Pensando no lado do devedor, elas também são muito benéficas pois ajudam a conseguir crédito até no momento mais difícil, quando a empresa está perto da insolvência. Segundo a TMA Brasil (organização criada em 2009 criada que reuni os participantes do mercado de Turnaround), em um paper recente:

“Em poucas áreas do Direito a ligação entre as regras jurídicas, a atividade empresarial e a Economia são tão presentes e claras quanto nas normas relativas à empresa em crise.”

A nova Lei de Falências tenta incorporar medidas que são amplamente utilizadas no Estados Unidos, o famoso “Chapter 11”, no qual dá direitos especiais aos credores antigos que oferecerem mais crédito para as empresas que estão em recuperação. E ao mesmo tempo protege a empresa por certo período das ações de outros credores, ou seja, um período para a empresa se organizar e voltar a solvência. Como dispõe o artigo da lei de falências:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

A tentativa no país é recente, a Lei ainda está na fase de adaptações e o primeiro teste foi a falência da Varig. A jurisprudência sobre os pontos da lei ainda estão sendo criadas por meio de novos casos.

Antigamente, quando uma empresa não conseguia cumprir suas obrigações, ela entrava em concordata e, então, ia a falência, não havia uma chance de recuperação. Pois como não havia mecanismos legais que protegessem quem quisesse recuperar a companhia, ninguém iria perder mais dinheiro do que havia perdido. Fornecedores e bancos abandonavam a empresa e assumiam suas perdas e desistiam do negócio. A empresa, então, que enfrentasse a insolvência estava fadada ao fim.

A nova Lei de Falências traz o conceito da recuperação judicial ou extrajudicial. Quando a empresa encontra-se em dificuldade, pode pedir ao juiz a recuperação judicial, que pode deferi-la, ou não, e então um administrador judicial é encarregado do plano. É necessário que seja elaborado um plano de recuperação, em que todos os credores da companhia devem dar o aval para o plano prosseguir. Após a aprovação do plano a empresa não pode ser executada, ficando livre de qualquer tentativa de credores. A lei prevê que os credores e fornecedores que colocarem o dinheiro nesse plano terão direito de receber antes de todos os outros, caso o processo de falência venha a ocorrer, conforme citado no artigo abaixo:

Art. 67. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.

Parágrafo único. Os créditos quirografários sujeitos à recuperação judicial pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial terão privilégio geral de recebimento em caso de decretação de falência, no limite do valor dos bens ou serviços fornecidos durante o período da recuperação.

Esse conceito descrito acima é conhecido como “DIP financing” (Debtor-in-possession), amplamente utilizado no Estados Unidos, mas no país ainda segundo a instituição TMA Brasil são “insuficientes”. Caso esta consiga se recuperar ela então sai do processo de recuperação e volta a operar regularmente. Quando a recuperação não é alcançada, tanto por descumprimento do plano apresentado ou por adversidades durante o processo, a falência é então decretada e, a massa falida liquidada e distribuída aos credores, por critérios de preferência classificados pelo tipo de dívida.

Revisitando novamente o conceito de “DIP financing” o paper da organização TMA Brasil cita alguns pontos que tornam o esse conceito “insuficiente” eles são:

- *Poucos exemplos: a LRE ainda não foi amplamente testada em relação à proteção e prioridade de novos recursos;*
- *Insegurança jurídica: a LRE foi muito bem estruturada, porém a prática vem decepcionando. Decisões são erráticas e “sempre tem a caneta do juiz”, apesar de a alienação fiduciária ter funcionado;*
- *Falta de mercado secundário: transações entre bancos e venda de dívida com desconto são situações que quase não existem, o que diminui a chance de sucesso de uma reestruturação e, conseqüentemente, da viabilidade de um DIP.*
- *Contratos de dívida: não há padronização dos contratos, o que dificulta a análise do DIP (necessário quase uma due diligence de todos os contratos de dívida);*

Como a Lei de Falências ainda é muito nova acaba se tornando um pouco incerto, pois muitos dos casos que ela se refere estão acontecendo pela primeira vez – ou ocorreram poucas vezes anteriormente – e, por isso não existe uma jurisprudência ainda totalmente definida sobre as ações deixando, então, a cargo do juiz. O mercado secundário ainda é muito novo, mas está avançando como foi mostrado anteriormente

Sabe-se que essa nova lei foi um avanço enorme no país, criando uma nova expectativa para quando os casos eram praticamente perdidos. Sendo que se tornou bom para as empresas e para os credores, pois ambos se beneficiam de uma empresa em funcionamento. Para o mercado de crédito também foi um grande avanço, pois possibilitou a criação de mais um novo ramo de oportunidades de negócios, primário e secundário.

5.3. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA

É do conhecimento de todos, que o mercado de crédito para funcionar, em última instância, precisa-se fazer valer as condições pré-arranjadas no contrato que deu origem aquela operação. Portanto, o cumprimento da lei deve ser estabelecido em todos os casos do modo como o contrato dispõe.

O quanto mais seguro for esse cumprimento das leis, melhor para o funcionamento do mercado, pois o credor poderá disponibilizar o crédito com mais segurança e recuperá-lo com mais facilidade no caso de inadimplemento, liberando espaço em seu balanço para ofertar crédito para mais possíveis devedores. Formando um círculo virtuoso e fomentando a atividade econômica do país, valendo tanto para pessoas jurídicas – que investirão esse dinheiro – quanto para pessoas físicas – que irão utilizar este dinheiro para consumir.

O problema ocorre quando as leis não são cumpridas, ocorre então uma quebra do contrato. Os bancos terão mais gastos com o “screening” de clientes, ou seja, selecionar os clientes que possivelmente serão bons pagadores. Paralelamente, terão mais custos legais, porque muitas das questões serão resolvidas em juízo. Isso irá refletir nas taxas de juros cobradas pelos bancos e também na quantidade de crédito ofertado na economia como um todo. O financiamento imobiliário, por exemplo, fica inviável para uma instituição financeira privada financiar, pois não conseguirá tomar o colateral (o imóvel que está sendo financiado) caso o inadimplemento, e por essa razão, prefere não participar deste mercado com taxas factíveis para uma operação deste tipo.

A alienação fiduciária foi importante para o mercado de crédito do país, instituída pela lei 11481/07, em complemento a lei 9514/97. Ela faz com que o problema do colateral citado acima seja transferido ao credor de maneira rápida, e menos onerosa, pelo devedor. O bem fica então no nome do credor, agente fiduciário, enquanto o devedor, agente fiduciante, não tiver quitado suas obrigações. Podendo o agente fiduciário exercer essa garantia, nos conformes da lei, caso o inadimplimento tenha ocorrido. Outro ponto da lei é a rapidez com que o fiduciário consegue executar o colateral, sendo que tudo ocorre extrajudicialmente, evitando, portanto, um caminho litigioso – que também é mais custoso e incerto.

Essa lei faz com que o problema da recuperação da garantia por parte dos credores seja resolvido, e torna a economia apta a ofertar crédito com mais segurança, juros menores e atingindo mais consumidores. Quando se toma medidas que vão contra o cumprimento do contrato, em prol de um bem social, acaba-se alcançando uma perda de bem-estar para toda a sociedade, pois menos crédito será ofertado, quebrando o círculo virtuoso.

Isso, então, faz com que o crédito na economia cresça, e também a economia do país. Faz com que o país se torna mais atrativo para investimentos.

5.4. OS FIDCs NAS INSTRUÇÕES DA CVM

As instruções da CVM que regulam os FIDCs e FIDC-NPs são as 356 e 444, respectivamente, sendo que a última complementa e adiciona pontos na primeira instrução. Os FIDCs devem seguir uma regra mais forte quanto a sua adequação de

carteira e risco. Já o FIDC-NP é aquele que permite investir em ativos que estejam em default ou outros.

A instrução CVM 356, de dezembro de 2001, define como direitos creditórios elegíveis para a aquisição do fundo:

direitos creditórios: os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, os contratos referidos no § 8º do art. 40, desta Instrução, bem como direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa assim reconhecidos pela CVM; (NR)

Esses direitos creditórios devem compor a carteira de um FIDC em no mínimo 95% e, os 5% restantes devem ser aplicados em títulos do governo, títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras e operações compromissadas.

A instrução CVM 444, de dezembro de 2006, apenas acrescenta e regula quais tipos de direitos creditórios que um FIDC-NP está apto a investir e também altera os critérios de concentração. Podendo se observado no parágrafo 1:

I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo;

II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;

III – que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;

IV – cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;

V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;

VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e

VII – de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.

Ou seja, esse tipo de fundo de investimento possibilita a compra de ativos que foram apresentados anteriormente, como ativos em *Distress*, mas seu funcionamento será nos moldes da instrução 356:

Art. 2º A constituição e o funcionamento do FIDC-NP rege-se-á pelo disposto na Instrução CVM nº 356/01, observadas as disposições da presente Instrução.

Portanto, quanto as possibilidades de investimento facultadas ao fundo estão explicitadas no Artigo 40, da ICVM 356, dispondo sobre:

§ 1º Observado o disposto no "caput" deste artigo, o FIDC pode aplicar o remanescente de seu patrimônio líquido em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS).

O parágrafo primeiro mostra todos os tipos de outros ativos que o fundo pode investir, dos quais não estejam aplicados em Direitos Creditórios. É importante observar que tal parágrafo não aborda a posição em moeda estrangeira ou valores mobiliários de renda variável. No parágrafo segundo adiciona outra informação:

§ 2º É facultado ao fundo, ainda:

- I. realizar operações compromissadas;*
- II. realizar operações em mercados de derivativos, desde que com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.*

§ 3º Para efeito do disposto no inciso II do parágrafo anterior:

- III. as operações podem ser realizadas tanto em mercados administrados por bolsas de mercadorias e de futuros, quanto no de balcão, nesse caso desde que devidamente registradas em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil;*

Logo, é possível observar que é prevista as operações de hedge nessa instrução, estabelecendo que se pode utilizar operações compromissadas e derivativos, nos moldes explicitados. Mas dado que esses mecanismos podem ser utilizados, não existe nenhum parágrafo que explicita quais tipos de instrumentos podem ser utilizados para se fazer o hedge

Como foi possível observar nas instruções anteriores, esse mercado ainda é muito novo, dado que a ICVM 356 e ICVM 444 são de 2001 e 2006, respectivamente. Ainda que muita coisa tenha evoluído nesses nove anos, contando da primeira instrução, muitos dos questionamentos e problemas estão surgindo com o crescimento deste mercado. A regulação também deve andar próximo com os questionamentos e solicitações o que acontece de fato, o mercado está sempre procurando novos produtos, como foi com a ICVM 444.

Portanto, uma regulação ainda incipiente, mas que sempre está se atualizando, ocorre com os FIDCs. Quando surgiram os FIDCs, não era necessário pensar em hedge, câmbio ou outros mecanismos, pois estes basicamente eram fundos simples, na maioria de recebíveis, os quais utilizavam a grande diversificação destes ativos como forma de securitização (ex. leasing de veículos, recebíveis de grandes redes varejistas, etc). Agora, com o início de um mercado de dívidas vê-se necessário algo que torne esses fundos mais complexos em fundos com melhores chances de proteção, trazendo então, uma regulação específica, que permita uma maximização dos resultados destes novos fundos.

6. POTÊNCIAS RISCOS DE UM FIDC-NP

Conforme foi observado anteriormente, no mercado de FIDCs-NP existe um forte fator de risco e por isso os fundos apresentam rentabilidades mais altas que fundos de crédito ou ações. Logo, o retorno desses fundos deve ser mais alto, pois deve compensar os riscos inerentes deste tipo de investimento. Em uma análise sobre os FIDCs-NP listados no site da Anbima, instituição encarregada pelo controle dos fundos de investimento, é possível observar que suas rentabilidades são muito instáveis e que apresentam enormes discrepâncias entre os fundos. Vale lembrar que esses dados são meramente ilustrativos, não funcionando para uma análise estatística completa, uma vez que a Anbima não divulga dados sobre fundos fechados em seu relatório mensal de rentabilidade. E sua divulgação separa a rentabilidade por tipo e série de cotas, com base no mês de julho de 2010.

Tabela 3 - Rentabilidade dos FIDCs-NP

Fundo	Administrador	PL (R\$ 1.000)	Cota R\$	Rent. Mês	Rent. Ano
FIDC OMNI III - SENIOR	HSBC	6.497,60	64,975994	-49,54	-89,24
FIDC PCG BRASIL MULTICART. NP-SERIE III	BEM	82.764,54	121,0289286	0,61	-71,67
ITAPEVA MULTICARTEIRA FIDC NP	CITIBANK	10.167,27	147,191,76	-18,04	-70,75
CARVAL MASTER FIDC MULTICART NÃO PADRONIZADOS	BANCO SANTANDER (BRASIL) SA	6.621,44	106,167,37	6,13	-70,31
BRAZIL NPLS FIDC-NÃO PADRONIZADOS	CITIBANK	8.223,98	171,332,97	-14,80	-62,04
FIDC OMNI VEÍCULOS - V_ SENIOR 1	OLIVEIRA TRUST DTVM	47.506,36	11,876,59	-8,26	-43,38
AGRO BRASIL FIDC	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM SA	41.559,78	417,469,07	-18,94	-40,93
LOGÍSTICA FIDC NÃO PADRONIZADOS	INTRAG	6.860,54	431,483,10	-6,22	-37,74
FIDC OMNI III - SENIOR 2ª SERIE	HSBC	108.681,64	756,0935225	-6,26	-36,26
FIDC NAO PADRONIZADO CEEE II SENIOR	BTG PACTUAL	39.115,05	391,150,47	-5,38	-32,62
FIDC OMNI VEÍCULOS IV - SENIOR	BEM	35.911,18	718,2235722	-4,66	-29,47
FIDC OMNI VEÍCULOS V 2 SÉRIE - SENIOR	OLIVEIRA TRUST DTVM	115.311,35	20,012,38	-4,37	-28,08
VIMEX FIDC MULTISEGMENTO NAO PADRONIZADO	BEM	557,85	35,502,57	-4,64	-27,82
FIDC OMNI VEÍCULOS IV - SUBORDINADO	BEM	10.505,68	2,742,06	-25,23	-25,01
TRIBUTOS BH FIDC NP (CLASSE ÚNICA)	OLIVEIRA TRUST DTVM	70.608,27	706,082,69	-2,48	-22,79
FIDC OMNI III - SUBORDINADA	HSBC	65.738,50	2,275,26	-8,12	-22,7
POLO PRECATÓRIO FED. FIDC NP-SUBORDINADA	OLIVEIRA TRUST DTVM	4.274,91	119,555,26	4,32	-20,38
FIDC OMNI VEÍCULOS - V_ SUBORDINADAS	OLIVEIRA TRUST DTVM	67.574,06	86,836,18	-13,72	-16,84
FIDC NP CPTM - SENIOR	BEM	116.968,62	779,790,83	-1,76	-13,8
FIDC PRECATORIOS FED I NAO PADRONIZADOS	BTG PACTUAL	101.064,14	801,916,32	-12,18	-11,66
ANTERA FIDC NP (SENIOR)	CONCÓRDIA	6.653,09	831,636,48	0,97	-9,92
POLO PRECATÓRIO FEDERAL FIDC NP - SÊNIOR	OLIVEIRA TRUST DTVM	67.141,82	883,943,95	0,84	-7,06
RECOVERY DO BRASIL FIDC NP MULTISERIAL	BEM	121.000,00	854,000,00	-0,04	-6,69
ANTERA FIDC NP (SUBORDINADA)	CONCÓRDIA	142.766,36	939,252,36	-0,10	-5,26
FIDC NP PRECATÓRIOS SELECIONADOS I	BTG PACTUAL	15.954,75	1,094,731,53	-15,18	-4,49
NUNAVUT PRECATORIO FEDER FIDC NP SENIOR	OLIVEIRA TRUST DTVM	24.667,96	979,167,48	0,69	-2,59
FIDC NP PRECATÓRIOS FEDERAIS DB I (SEN)	OLIVEIRA TRUST DTVM	992,72	992,722,89	-11,84	-2,33
FIDC NP PRECATÓRIOS FEDERAIS DB I (SUB)	OLIVEIRA TRUST DTVM	68.985,16	811,590,15	-16,9	1,1
FIDC NÃO PADRONIZ ALEMANHA MULTICARTEIRA	INTRAG	109.672,58	874,0860347	-0,01	2,81
V3 FIDC MULTICARTEIRA-NP	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM SA	398.559,50	1,268,745,27	0,43	3,81
FIDC NP TRATEX PRECATORIO II	OLIVEIRA TRUST DTVM	195.590,22	977,951,09	0,46	4,18
FIDC NP PEARL SENIOR 1	OLIVEIRA TRUST DTVM	133.177,18	1,775,695,76	0,47	4,35
FIDC NP PEARL SUBORDINADA	OLIVEIRA TRUST DTVM	174.018,18	1,775,695,76	0,47	4,35
JEREZ FIDC NP MULTICARTEIRA	BEM	9.183,41	1,162,274,04	0,91	6,62
MERIDIANO FIDC MULTSEG NP	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM SA	23.218,38	460,384,70	-23,04	7,23
FIDC NP CPTM - SUBORDINADO	BEM	73.774,83	1,475,496,59	-0,52	8
FIDC NP MULTISEGMENTOS CREDITSTORE	PENTAGONO	60.913,60	1,598,476,18	13,17	11,47
GARDA FIDC NP MULTICARTEIRA	BEM	29.416,53	1,312,536,74	1,41	11,99
FIDC NP PRECATÓRIO FEDERAL 4870-1 (SEN)	OLIVEIRA TRUST DTVM	1.121,41	1,121,406,91	1,17	12,09
FIDC NP PRECATÓRIOS FEDERAIS DB II (SEN)	OLIVEIRA TRUST DTVM	1.068,01	1,068,006,58	1,17	12,09
IDEAL EDUCAÇÃO III FIDC NP	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM SA	11.607,43	1,751,601,45	1,33	12,27
DB MASTER FIDC NP PREC FEDERAIS(SUB MEZ)	OLIVEIRA TRUST DTVM	22.816,49	1,140,824,48	5,26	12,58
FIDC N PADR PCG BR MULT SR I	BEM	69.922,45	1,997,78	0,61	13,9
FIDC NP PCG - BRASIL MULT. - SERIE II	BEM	57.804,19	1,926,81	0,61	13,9
FIDC NP PCG BRASIL MULTICARTEIRA 4ª SÉR	BEM	34.160,60	1,366,424,07	0,61	13,9
FIDC NP - RECUPERARE	PENTAGONO	7.791,96	1,107,228,64	-2,07	18,27
FIDC NP AMERICA MULTICARTEIRA	INTRAG	87.057,28	1,171,45	0,58	21,6
FIDC NP PRECATÓRIOS FEDERAIS DB II (SUB)	OLIVEIRA TRUST DTVM	58.980,63	966,895,51	2,47	23,66
FIDC NP PRECATÓRIO FEDERAL 4870-1 (SUB)	OLIVEIRA TRUST DTVM	184.888,77	915,290,92	2,46	31,05
FIDC OMNI - VEÍCULOS I SUBORDINADA	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM SA	39.935,18	232,990,18	1,46	33,38
DB MASTER FIDC NP PREC FEDERAIS (SUB JR)	OLIVEIRA TRUST DTVM	1.100,18	1,100,183,55	-41,62	68,49
SPECTRUM FIDC - NP	BNY MELLON SERVICOS FINANCEIROS DTVM SA	15.074,38	1,724,057,05	0,33	72,56

Fonte: Anbima

Com os dados da tabela acima, é possível ao menos comprovar que as constatações feitas anteriormente têm embasamento real. Ao observar os dados desse universo de fundos de investimento, pode-se perceber alguns pontos que chamam a atenção, conforme tabela abaixo:

Tabela 4 - Estatísticas

Estatísticas	No mês	No ano
Média	-5,13	-7,43
Máx	13,17	72,56
Min	-49,54	-89,24
Mediana	-0,025	-2,46
Variância	127,1	1016,7
Desvio Padrão	11,3	31,9

A média da rentabilidade desses fundos é negativa, tanto no ano quanto no mês, mostrando que na média os gestores dessa amostra de fundos obtêm retornos negativos. E, a mediana nos mostra que existem mais fundos negativos que positivos nessa amostra. A variância de tal amostra é bastante alta, principalmente nos retornos do ano. Mesmo assim, os retornos de tais fundos podem vir a ser muito alto chegando a 72,56% no ano.

Tal variância entre os retornos já era esperada, pois como foi mostrado nos capítulos anteriores, os FIDCs-NP possuem uma vasta gama de possibilidades de investimento. Porém, percebe-se que são de natureza mais complexa, ficando expostos a mais riscos que fundos de crédito simples.

Ou seja, esses fundos, mais especificamente os de crédito privado em situações distress, são afetados por diversos tipos de riscos. O principal risco seria o de crédito, que nesse caso é altíssimo, dado que as companhias estão inadimplentes (ou próximas de ficar) e também pela regulamentação do banco central que manda marcar à zero no balanço créditos vencidos a mais de 180 dias. Isso faz com que a volatilidade desses fundos seja muito alta. Outros riscos seriam os de desequilíbrios macroeconômicos, como, por exemplo, uma variação no câmbio, mudanças nas taxas de juros da economia, um aumento não esperado da inflação. Esses últimos riscos terão intensidade maior, ou menor, dependendo da exposição da carteira a tais variáveis. O outro risco que todos da economia estão sujeitos é um desequilíbrio mundial ou nacional, causado por uma grande crise, mas esse irá afetar a economia e todos os fundos.

O hedge da carteira então seria extremamente importante para esses fundos, pois evitaria que uma volatilidade muito alta afete suas estratégias de captação, mesmo que esse produto seja para investidores qualificados (aqueles com mais de 1 milhão para o investimento inicial, que seria na maioria investidores institucionais). Conforme a regulação descrita anteriormente, derivativos de crédito podem ser utilizados para a proteção da carteira.

6.1. PROTEÇÃO PARA OS RISCOS

Para a proteção da carteira existem muitas formas de ser feita, desde as mais simples até as mais complexas. Como o maior risco de um fundo de crédito é o default, os mecanismos de hedge devem visar a mitigação desse risco, pois mesmo um portfólio bem diversificado pode sofrer baixas no seu rendimento por causa deste evento.

Logo, será destacado adiante duas opções de proteção para um fundo de crédito: o CDS e o uso de ações. Esta última uma maneira interessante e amplamente disponível para todos os fundos. A primeira seria mais restrita no sentido de disponibilidade.

Ambos poderiam ser destacados como ineficiências desse tipo de fundo de investimento. São ineficientes, pois o mercado precisa amadurecer mais e a regulação evoluir, pois estes prejudicam essas duas formas de proteção. No caso do CDS o mercado incipiente prejudica sua oferta no mercado. Na proteção por ações uma regulação muito restrita e ainda em desenvolvimento acaba sendo muito opaca quanto as possibilidades de se hedgear de uma forma não convencional.

6.1.1. CREDIT DEFAULT SWAP

O CDS (Credit Default Swap) funciona como um seguro para o investidor que está comprando, pois caso a companhia que o CDS protege fique inadimplente, o emissor do título paga o valor de face do título. O valor do CDS é um percentual do valor de face pago periodicamente e aumenta conforme o risco de default da companhia. Portanto se uma companhia está com o risco de default muito alto, o preço do CDS estará perto do valor de face. Conforme definido por Hull:

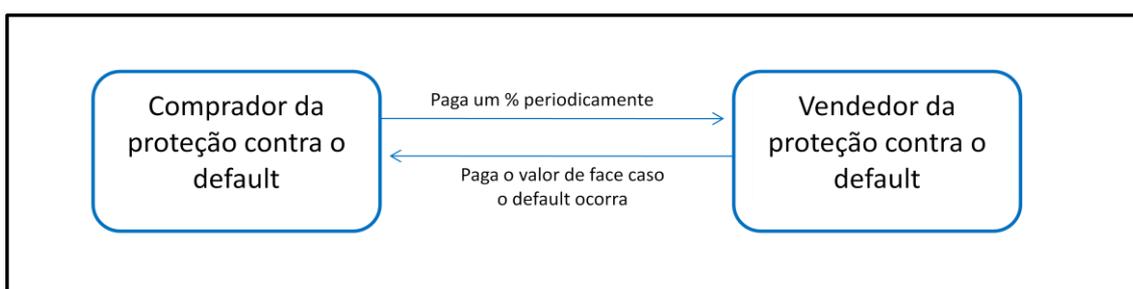
“The buyer of the insurance obtains the right to sell bonds issued by the company for their face value when a credit event occurs and the seller of the insurance agrees to buy the bonds for their face value when a credit event occurs. The buyer of the CDS make periodic payments to the seller until the end of the life of the CDS or until a credit event occurs.”

Damodaran define o CDS e dá um exemplo de um CDS de título do governo brasileiro:

“A CDS allows you to buy insurance against default by a specific entity - government or corporate. Consider, for instance, the 5-year CDS against Brazilian default. On February 11, 2010, it would have cost you 137 basis points to buy this swap on the CDS market. In practical terms, if you had \$ 100 million in \$ denominated 5-year bonds issued by the Brazilian government, you would pay \$1.37 million each year for the next 5 years for protection against default. If the Brazilian government defaulted during the period, you would receive \$ 100 million... Investors will buy a CDS to protect an open position that they have in a bond with default risk.”

Tanto Hull quanto Damodaran mostra que a dinâmica de um CDS funciona desta forma:

Figura 10 - Funcionamento de um Credit Default Swap



Portanto, o vendedor da proteção receberá periodicamente um percentual do valor de face que está oferecendo a proteção, seu ganho será realizado caso a companhia nunca fique inadimplente. Se a companhia der default, o vendedor deve pagar o valor de face ao comprador do CDS. Logo, para a existência desse mercado é necessário dois pontos de vista contrários, o que enxerga um default eminente e outro que acredita que tal evento não irá ocorrer.

O mercado de CDS pode ser visto na forma simples, como demonstrada acima, em que existe alguém que tem um ativo de crédito e deseja se proteger, e alguém que acredita na impossibilidade de um default (nesse caso um especulador). Ou pode se tornar complexo, da forma que foi vista durante a crise de 2008, pois as duas pontas das operações eram especuladores que não tinham o ativo de crédito que o CDS protegia, criando então grandes prejuízos para o sistema financeiro mundial.

Porém, esse mercado no Brasil ainda é muito incipiente, o que acaba gerando uma ineficiência para a proteção de ativos de crédito em carteira, principalmente os ativos em distress. Essa ineficiência torna o produto caro e por ter poucos ofertantes o poder de barganha é muito grande, fazendo com que o preço fique ainda mais longe do preço justo. O mercado brasileiro evoluiu bastante no mercado de crédito, porém alguns pontos ainda precisam evoluir para chegar aos níveis do mercado externo. E um desses pontos é o mercado de derivativos de crédito, o CDS.

6.1.2. MECANISMOS DE HEDGE POR AÇÕES

Outro tipo de proteção para a carteira seria o hedge por ações de companhias rivais, porém, segundo as instruções da CVM é proibido para um FIDC ter posições em ações em sua carteira. E é muito vaga a possibilidade de fazer estratégias com opções ou futuros no mercado de ações. Será apresentado a seguir como seria possível fazer tal proteção utilizando ações de companhias competidoras, mesmo assim as constatações feitas abaixo não são conclusivas, pois a base de dados para o país é muito pequena. Em todo caso esse tipo de proteção parece se apresentar de forma muito intuitiva e que seja passível de comprovação em um estudo mais profundo e de abrangência mundial

Como o mercado nacional é extremamente concentrado, pode-se observar em muitos dos ramos econômicos a existência de duas ou três companhias de grande porte e que detém grande parte do mercado. Ao analisar o índice IBRX podemos separar as empresas por setor principal de atuação e diferenciá-las pelo seu valor de mercado, do modo como foi feito na tabela abaixo. Analisando os dados obtidos é possível concluir que o mercado nacional é muito concentrado. Com exceção do setor Bancário, Metalurgia, Energia Elétrica, Telecomunicações e Construção Civil, existe uma forte concentração de mercado nos outros setores da economia. Como esses dados só dizem

respeito a empresas abertas e listadas em bolsa, é esperado que outros participantes importantes do mercado sejam excluídos dessa contagem, mas em todo caso, como a maioria dos setores só possui um ou dois participantes listados, é possível crer que os participantes não listados são irrelevantes ou fazem parte do controle desses setores, mas poucos desses grandes seriam possíveis de ser encontrados.

Tabela 5 - Número de companhias por setor da economia

Indústria	Número de Companhias	Tamanho
Serviços integrados de Óleo e Gas	2	717417,8
Aço	10	707290,6
Bancos Diversificados	7	563117,8
Energia Elétrica	9	132821,3
Exploração e Produção	1	73311,4
Cervejárias	1	72005,9
Telecomunicação Móvel	3	59074,1
Serviços de Telecomunicação Integrados	5	51206,8
Construção Civil	8	48386,3
Embutidos e Carnes	3	45938,1
Transmissores de Energia	4	38542,8
Outsourcing	2	38190,2
Produtos Pessoais	2	36915,4
Finanças Especializadas	1	30224,5
Cigarro	1	27328,7
Rodovias	1	20966,3
Papel	2	19705
Super Mercados	1	15896,3
Incorporadoras	3	14669,7
Gestão de Recursos	1	14590,2
Maquinas Industriais	3	13753,1
Produtos Agrícolas	2	13632,8
Seguradora	2	13580,5
Companhias Aéreas	2	13556,1
Produtos Químicos	1	12729
Estradas de Ferro	1	12498,8
Distribuidora de Água	2	12151
Varejo	1	11483,4
Produtos Florestais	1	8947,7
Transporte e Estoque de Óleo e Gás	1	8866,9
Lojas de Departamentos	1	7801,7
Portos	1	6343,9
Planos de Saúde	1	6130
Transportes	1	6060,7
Aeroespacial e Defesa	1	5293,6
Fertilizantes	1	5251,4
Serviços de Saúde	1	4695,3
Embalagens de Papel	1	4438,8
Lojas Online	1	3416
Material de Construção	1	3021,1
Máquinas Agrícolas	1	2979
Metal e Mineração	1	1978,7
Serviços Imobiliários	1	1497,5
Hardware	1	1487,7
Refino de Óleo e Gás	1	718
Autopeças	1	610,8

Fonte: Capital IQ

Quando o ativo detido pelo investidor é um instrumento de dívida privada é possível utilizar as ações como forma de proteção. Nesse caso, as ações seriam os ativos utilizados para a proteção, mas as estratégias para se fazer essa posição em ações poderiam ser inúmeras, como uma estratégia com opções ou futuros. É importante lembrar que no caso do hedge por ações, da forma que é explicitado nessa monografia, não desrespeita nenhuma lei do ponto de informação privilegiada, portanto, só poderia ser utilizado quando o investidor não tenha acesso a informações que são confidenciais, sempre respeitando a legislação da CVM, na instrução 031:

“Art. 10 - É vedado aos administradores e acionistas controladores de companhia aberta valerem-se de informação à qual tenham acesso privilegiado, relativa a ato ou fato relevante ainda não divulgado ao mercado, nos termos dos artigos 2º e 7º desta Instrução, para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante negociação com valores mobiliários.

Art. 11 - É vedada, como prática não equitativa, a negociação com valores mobiliários realizada por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante antes de sua comunicação e divulgação ao mercado.

Parágrafo único. A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação privilegiada ainda não divulgada ao mercado.”

Logo, sempre que o investidor não esteja violando esta instrução, poderia utilizar esse mecanismo para proteção.

6.1.2.1. CASO TEÓRICO

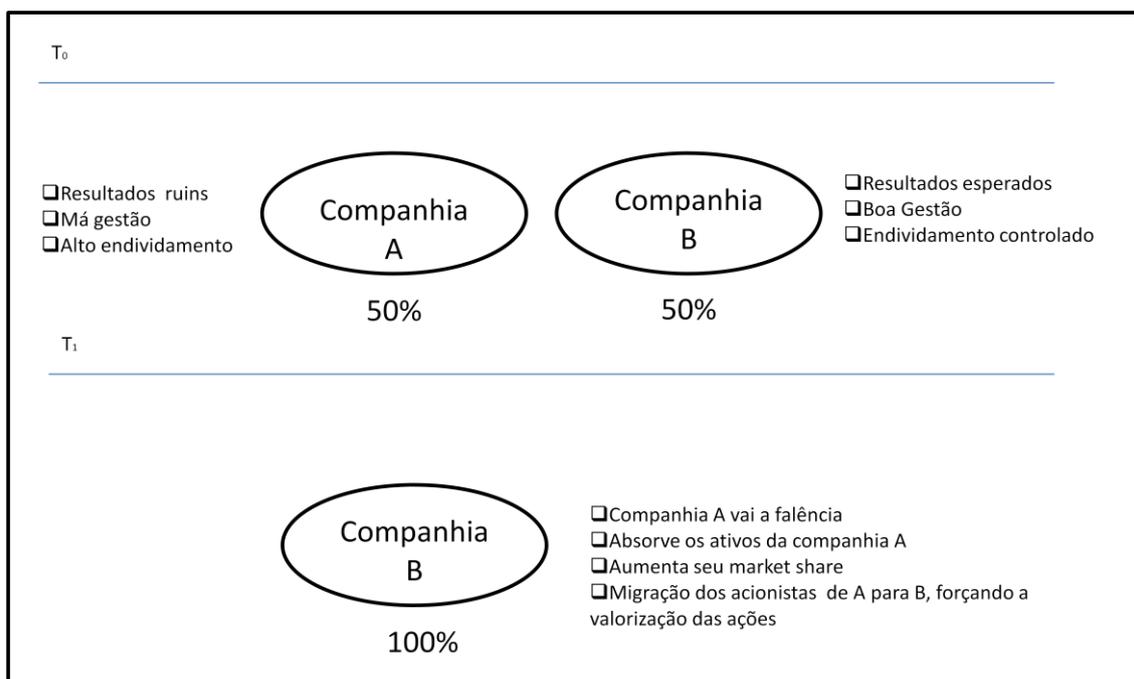
Supondo que em um mundo hipotético existam somente duas empresas, A e B, as quais participam do mesmo ramo, com os mesmos consumidores. Basicamente as duas companhias operam sob um duopólio de Cournot, onde a única decisão que as firmas devem tomar é a quantidade que será produzida. A princípio ambas operam no equilíbrio e, por possuírem a mesma curva de demanda, dividem o mercado igualmente produzindo $\frac{1}{2} q$ cada.

Como o investidor possui uma debênture emitida pela companhia A, com o próximo coupon a vencer em T_1 , e segundo suas análises, devido à problemas com o gerenciamento da companhia, ela não terá dinheiro suficiente em caixa para honrar os compromissos da debênture.

Para se proteger, o investidor irá ao mercado de ações, pois este é mais líquido e irá fazer o hedge de sua posição adquirindo ações da companhia B. Dado que segundo suas análises, a posição financeira da companhia B está melhor e, vendo o possível não pagamento da dívida e a falência da empresa A, a companhia B iria performar melhor no futuro próximo, podendo até tomar a posição da companhia A no mercado, comprando seus ativos após a falência.

Portanto, os títulos da dívida que tiveram seu valor diminuído, serão compensados pelo aumento do poder de mercado da companhia B e, assim, o aumento do valor das suas ações, dado que os antigos investidores da companhia A irão também migrar para a companhia B, porque só existam esses dois ativos no mundo. Todo o processo descrito acima pode ser visto na figura abaixo.

Figura 11 - Caso Teórico



Como o mercado de ações é mais líquido que o mercado de dívidas, caso surja algum indício que a companhia A não irá chegar realmente à falência, o investidor pode simplesmente sair de sua posição nesse mercado, evitando perdas desnecessárias.

Nesse caso teórico, e muito simples, observa-se que se torna trivial que ao perder uma das concorrentes, a companhia B tenderá a se valorizar pelo simples fato de não existir um concorrente, fazendo com que ela tome o lugar da outra companhia e, com

isso, ela se torna a única oportunidade de investimento nesse mundo hipotético, gerando uma corrida pelas suas ações e pressionando sua cotação para cima. Na economia real, situações como essas não são tão triviais e simples de serem encontradas, porém, mesmo assim, ainda existem e podem acontecer exatamente como o exemplo hipotético.

Ainda falando sobre a realidade, é necessário verificar a quantidade de ações que devem ser compradas para que a exposição em dívida esteja sendo protegida. Logo, faz-se necessário estabelecer uma relação entre a mudança histórica de preços desses ativos, o que pode não ser tão simples, pois uma situação de distress muda toda a dinâmica histórica da cotação desses ativos (tanto na ação da companhia rival, quanto no título de dívida). Porém teoricamente é preciso encontrar a correlação entre os ativos, o beta, e então, estabelecer o número de ações que estariam protegendo a carteira.

6.1.2.2. *POSSÍVEIS INDÍCIOS NA ECONOMIA REAL*

Como foi dito anteriormente, não é tão simples encontrar situações como essa, mas, mesmo assim, elas continuam existindo. Não é possível encontrar algum lugar do mundo em que só existam dois ativos importantes, mas é totalmente plausível supor que certos setores da economia podem ser considerados como no exemplo hipotético (dado que é mostrado na tabela). Quando se trata de um setor, com dois grandes “players”, que o comportamento do mercado acionário irá seguir de acordo com o visto no exemplo hipotético.

O aparecimento de situações como essa será muito específica e terá suas particularidades, ou seja, se uma empresa está indo mau, é necessário identificar primeiramente qual a origem dos problemas, pois se o problema for do setor não será possível desenvolver uma análise como a feita acima. Após isso, é necessário observar qual o posicionamento das empresas, e se realmente existe esse duopólio. Outro ponto importante é verificar o tipo de indústria, caso o ramo do mercado seja muito fácil de entrar corre-se o risco de ter algum novo participante importante no mercado que tome conta da demanda da companhia rival. Caso estas situações sejam encontradas pode ser possível fazer um hedge por ações.

Como a base de dados da indústria nacional é muito pequena, vale observar como ficaria o gráfico do valor de mercado de uma dívida em distress no mercado americano.

A empresa que se refere o gráfico abaixo é a Blockbuster, que entrou com pedido de concordata em setembro de 2010. É possível verificar que o valor de mercado deste título cai consideravelmente, à medida que a empresa vai chegando próxima ao pedido de recuperação judicial (concordata no Chapter 11). O comportamento desse gráfico é o que pode ser usado para qualquer outro tipo de dívida em distress, o que irá diferenciar a intensidade que o título perderá valor serão os eventos e particularidades de cada um, porém a tendência de queda acontecerá em todos.

Figura 12 - Bond da Blockbuster - Valor de mercado (em USD)



Fonte: Reuters

Portanto, nos casos a seguir deve-se observar a correlação negativa entre esses ativos em distress e ações das companhias rivais.

6.1.2.3. ANÁLISE EX-POST DE CASOS REAIS DE DISTRESS

Adiante serão analisados dois casos muito conhecidos no mercado financeiro, que foram os últimos grandes casos de Distress no Brasil que poderia ter sido adotado este tipo de proteção contra a falência das respectivas empresas. O primeiro será o caso da companhia aérea VARIG, que terminou em falência. O segundo será o caso SADIA e PERDIGÃO, que acabou com a incorporação da SADIA pela PERDIGÃO. Ambos os casos é possível observar as condições, citadas acima, para que existisse a possibilidade de fazer esse tipo de hedge, ou seja, eram companhias importantes no setor, não havia muitos concorrentes e são mercados muito restritos, com muitas barreiras a entrada. No segundo dos casos, é possível observar que ambas as empresas dividiam o mercado, praticamente em um duopólio, o mercado é muito fechado por causa do tamanho das duas empresas. No primeiro, existiam três companhias realmente expressivas e é

facilmente encontrado um mercado com muitas barreiras à entrada, pois é regulado pelo governo.

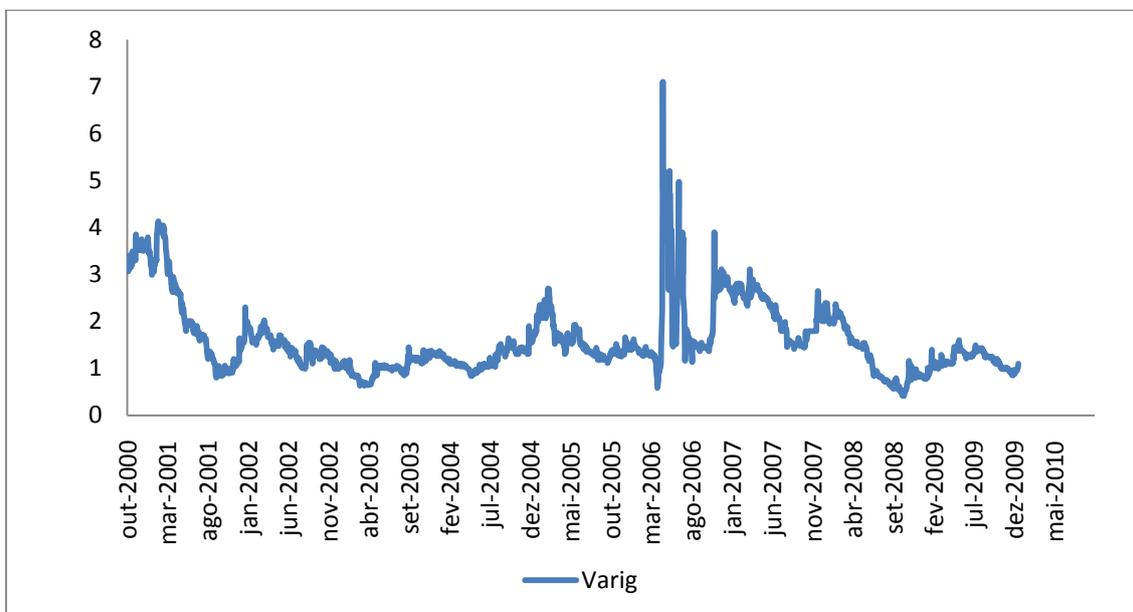
6.1.2.3.1. VARIG

A Varig era a líder do mercado de aviação brasileiro e dividia com as companhias aéreas Tam e Gol esse mercado. Era uma companhia com forte identificação nacional, e indiscutível nível de preferência nacional por sua qualidade. Por má gestão a Varig entrou em dificuldades financeiras e foi a primeira grande companhia a testar a recente Lei de Falências de 2005.

Em 2004 a companhia começou a mostrar esses sinais de má gestão e, em 17 de junho de 2005, entrou com pedido de recuperação judicial. Durante esse período vários rumores de uma possível Fusão & Aquisição foram alvos de especulação. Mas, o mais importante é perceber que a companhia aérea estava entrando cada vez mais fundo na insolvência, o possuidor de algum direito creditório da companhia provavelmente viu o valor de mercado de tal título cair vertiginosamente.

É muito interessante observar o gráfico da cotação da Varig na Bovespa, como indicado no gráfico abaixo:

Figura 13 - Cotações da Varig

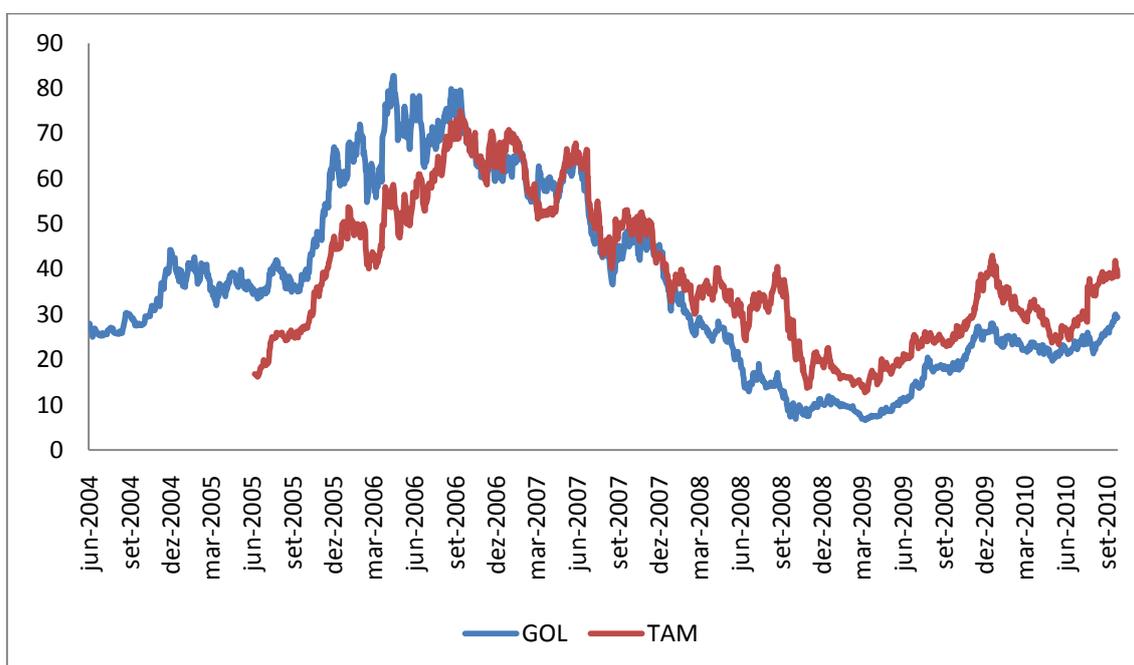


Fonte: Capital IQ

Percebe-se que a ação por causa das incertezas do momento ganhou uma volatilidade muito alta. Pouco antes de entrar em recuperação judicial suas ações chegaram a valer 2,70, ponto mais alto desde meados de 2001. A volatilidade se deve aos inúmeros anúncios de possíveis compradores para companhia.

Apesar de toda a volatilidade da Varig, outro ponto visível do mercado é que as companhias que estavam no certo tirariam alguma vantagem dessa situação, ao observarmos o gráfico de cotações das três companhias podemos visualizar isso realmente ocorrendo.

Figura 14 - Cotações de TAM e GOL



Fonte: Capital IQ

Quando a Varig começa a ter problemas, as outras companhias começam a descolar e têm uma forte tendência de alta. A cotação da Varig no mercado acionário não serve para analisarmos os valores de mercado de sua dívida, mas funciona como um sinal de agravamento dos problemas financeiros vistos na volatilidade de suas cotações.

Para um credor da companhia, uma ótima saída para se proteger contra o default da companhia, utilizando nesse caso do benefício da análise ex-post, seria utilizar as ações das companhias rivais, uma forma líquida e com inúmeras formas de proteger o seu rendimento através de opções ou contratos futuros. Caso a Varig voltasse a operar

normalmente e recuperasse sua posição, seria necessário somente o investidor zerar sua posição na companhia rival.

Um ponto que poderia ser considerado contra esse tipo de operação seria a utilização do argumento da alta volatilidade que essas ações trariam para a carteira do investidor, que faria sentido para um investidor de direitos creditórios simples, mas não para um investidor de crédito distress, que o importante é o investimento no longo prazo e não a volatilidade de sua carteira, dado que o mercado de distress é extremamente volátil.

Para a análise, no ponto de vista de um investidor em dívida, um histórico de cotações de ações de uma companhia não serve para dizer como seu investimento está performando, mas funciona como uma mostra da dificuldade enfrentada pela empresa durante esse período.

Como a Varig não possuía papéis de dívidas que eram negociados em um mercado organizado, como uma debênture, deve-se supor o preço do papel e um possível desconto para essa dívida. Dado que o tipo de investidor que é retratado neste trabalho investiria em papéis que ninguém quer ter em tal momento, mas que, a um certo preço, faça sentido sua aquisição. Ou seja, pode-se supor que o título de dívida que está sendo negociado é de 10 milhões de reais, e o desconto oferecido nesses papéis, algo em torno de 20%, portanto, o investidor estaria pagando 2 milhões de reais por tais papéis. Para facilitar a discussão é mais conveniente expurgar os atritos causados pelas taxas e comissões desses mercados. Logo, o investidor tem uma exposição de 2 milhões nesses papéis.

O retorno que tal investimento deve trazer ao investidor tem que ser algo substancialmente maior que a taxa livre de risco da economia que, neste período, estava em torno de 17%, usando como base a taxa Selic. Para trazer um retorno de 1000 pontos-base acima da taxa livre de risco (antes dos impostos), esse investimento deveria retornar aos investidores em 2 anos, pelo menos 3,23 milhões de reais. Como uma análise nesse caso é feita no pior dos cenários, o investidor só compraria tal título sabendo que se tudo der errado esse seria o valor do seu investimento. Porém em todo o investimento existe a chance de algo não sair como esperado e, então, surge a necessidade de existir algum mecanismo de proteção.

Como esse mercado, da forma que foi explicitado acima, é muito concentrado, uma forma de hedge que seria capaz de ser feita é escolher algum instrumento que tenha a correlação altamente negativa. E é possível identificar que quando uma companhia está indo mal, seu valor de mercado da dívida cai vertiginosamente. E, como já visto nos gráficos das cotações de TAM e GOL, são altamente negativas, quando a sua principal rival passa por dificuldade, e usando a lógica matemática pode-se concluir que os valores de cotação das companhias TAM e GOL são correlacionados negativamente com o valor de mercado da dívida da companhia Varig.

Logo, uma boa saída para esse investidor tentar fazer o hedge de sua posição é aplicar parte de seus recursos em ações das companhias rivais.

No cenário positivo do investimento, caso exista algum evento ou turnaround na companhia que sua dívida volte a ser paga normalmente e seu valor de negociação volte a ser ao par, ou seja, 10 milhões de reais, o rendimento alcançado ao final de dois anos de investimento será 124% ao ano. E, como estava com uma posição protegida sofreria uma redução nesse retorno, pois as ações das companhias rivais sofreriam um ajuste negativo, mas que pode ser facilmente terminado dado à liquidez do mercado ações, limitando suas perdas nesse mercado.

No cenário negativo do investimento, caso a empresa não se recupere e algo saia errado na análise do pior cenário, o retorno do investimento estaria protegido com a valorização das ações das companhias rivais, que se beneficiaram da quebra da companhia rival aumentando seu “market share” e, portanto, um aumento no valor de suas cotações. Fazendo com que o retorno das ações das companhias usadas como proteção superasse o retorno da taxa livre de risco e ainda pagassem um prêmio acima deste. Assim, o investimento do dinheiro que supostamente estaria no caixa foi remunerado, com a taxa livre de risco da economia, e o a aplicação na dívida da Varig, também se tornou lucrativa.

Dado que esta é uma análise ex-post, sabe-se que realmente o cenário negativo ocorreu, e que as ações das companhias rivais realmente sofreram uma forte valorização. Muitas outras estratégias no mercado de ações poderiam ter sido utilizadas, para que o investido não precisasse desembolsar seu caixa inicialmente, poderia ter sido usado uma estratégia com opções ou futuro.

6.1.2.3.2. SADIA E PERDIGÃO

Sadia e Perdigão sempre foram sinônimos de grandes companhias do mercado nacional, são marcas intrinsecamente ligadas à vida das pessoas e, por isso, têm um grande poder de mercado. Basicamente o mercado de comidas processadas, tanto de porco, frango e vaca, era dominado por essas duas companhias.

Historicamente a marca Sadia, e a companhia como um todo, sempre foram mais valiosas que a rival Perdigão. No passado a Sadia tentou algumas vezes comprar a Perdigão, mas a transação nunca chegou realmente a ser efetuada.

Com a chegada da crise financeira e uma má administração financeira da companhia, a Sadia enfrentou problemas com suas operações com derivativos. Havia tomado posições em derivativos que eram pouco prováveis de acontecer, mas que com a crise de 2008 acabaram acontecendo. Seja por falta de conhecimento dos possíveis riscos de tais derivativos, seja por má gestão financeira que levou a assumir riscos que não faziam parte de suas operações, a companhia teve fortes perdas com os derivativos, que a princípio deveriam proteger a empresa. A Sadia, que sempre foi mais forte que sua rival, acabou entrando em dificuldade para honrar suas obrigações.

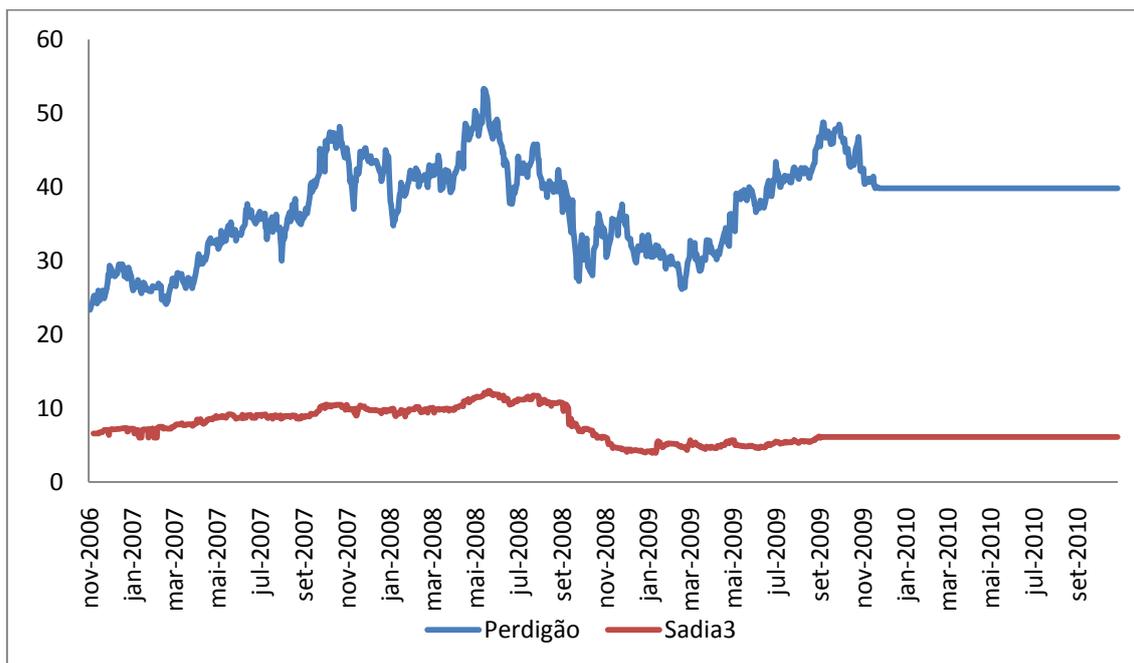
Como a Sadia estava em dificuldade se tornaria um possível investimento para um investidor em distress. Estava com muitas perdas financeiras, corria o risco de não pagar seus credores. Logo, suas dívidas estavam sendo negociadas no mercado a um preço com desconto.

Com o benefício da análise ex-post, sabe-se que, por pressões políticas, a Sadia foi incorporada pela Perdigão. Portanto, teve um desfecho diferente da situação da Varig. Porém, a mesma estratégia poderia ser usada para tentar proteger o investimento, dado que possuem as condições citadas no exemplo teórico para aplicabilidade de tal instrumento, ambas as companhias são grandes, detentoras da maior parte do mercado em questão, o problema foi causado por má gestão de uma das companhias enquanto a outra continuava sem ser abalada pelos problemas da rival. A única diferença para o exemplo teórico é que uma companhia não chegou à falência e, sim, foi incorporada, criando uma nova empresa.

A Sadia entrou em dificuldade na apresentação de seus resultados do terceiro trimestre de 2008, no auge da crise financeira. A negociação da companhia foi feita de

maneira muito rápida, porém enfrentou períodos de incerteza, como pode ser visto no gráfico abaixo. Enquanto isso, a Perdigão que estava em uma tendência de queda, por causa da crise financeira, a companhia reverteu seus ganhos na bolsa de valores quando as más notícias da Sadia se tornaram conhecidas publicamente. Pode-se observar graficamente que as ações da Perdigão começam a seguir uma tendência de alta, pois o mercado está precificando que ela passará a valer mais que a Sadia, aumentando sua perspectiva de longo prazo para o investidor.

Figura 15 - Cotações Perdigão e Sadia



Fonte: Capital IQ

Novamente as ações da Sadia servem somente para identificar que problemas estariam ocorrendo com a companhia, da mesma forma que o exemplo da Varig. O ativo detido pelo investidor seriam títulos de dívida da Sadia, que estavam perdendo valor de mercado.

Portanto, uma forma de proteger seu patrimônio contra o default da Sadia, poderia ser a compra de ações da companhia rival, Perdigão, pois a valorização das ações desta garantiria as perdas que o investidor em dívidas da Sadia poderia ter com seu possível default.

Como o desfecho dessa transação é conhecido, o funcionamento seria feito da mesma forma que a Varig. No entanto, ao contrário da situação anterior, o ganho do

investidor em dívidas em dificuldade viria do pagamento de suas dívidas, e a volta da negociação dessas ao par. Logo, o ganho seria a diferença do preço pago com desconto e valor de mercado da dívida, contando ainda com o fluxo futuro dessa dívida. Quanto a posição em ações usadas como hedge, poderiam ser desfeitas rapidamente por causa da liquidez do mercado, podendo até o investidor ter auferido ganho acima da taxa livre de risco com essa transação.

6.2. CONSTATAÇÕES FINAIS

Os mecanismos de hedge apresentados anteriormente existem para que os fundos mitiguem seus riscos e diminuam sua volatilidade. Muitas outras estratégias podem ser usadas para fazer a proteção da carteira, dependendo do tipo de ativo que se deseja proteger. Nesse capítulo foram apresentadas duas formas de proteção que poderiam desempenhar bem seu papel.

O CDS é comprovadamente eficaz e amplamente utilizado no mercado internacional, mas no Brasil ainda não é muito ofertado. Como foi mostrado acima seu preço seria muito alto, pois os emissores desses CDS teriam um enorme poder de barganha sobre os compradores.

Outro tipo de hedge apresentado seria o feito por ações, empiricamente nos dados apresentados funcionaram bem, utilizando a correlação negativa entre a dívida de uma empresa e as ações da rival. No país, os dados para fazer tal constatação acadêmica ainda são muito escassos para se chegar a uma conclusão final, porém nos mercados internacionais muitos exemplos podem ser encontrados e, assim, em outro estudo mais completo, poderia tentar se comprovar que existe embasamento na economia real. Poderiam também ser sugeridos mecanismos mais complexos utilizando estratégias com opções ou futuros para maximizar os ganhos de um gestor de portfólio de distress.

Outro estudo que poderia ser indicado sobre o assunto, é o comportamento da correlação histórica dos ativos envolvidos nesse tipo de operação, ajudando a tornar um possível hedge mais eficiente.

É importante observar que ambos os tipos de proteção não podem ser utilizados por fundos de distress. Mostrando a ineficiência gerada pela incipiência do mercado e da regulação. A evolução está ocorrendo, e provavelmente caminhará para uma melhor

regulação e maior nível de desenvolvimento do mercado de crédito e seus produtos financeiros.

7. CONCLUSÃO

Como foi mostrado, no decorrer deste trabalho, o mercado de crédito brasileiro que antes era muito restrito devido às incertezas econômicas, está se desenvolvendo e crescendo de forma exponencial. Números do mercado de crédito brasileiro mostram esse desenvolvimento e as regras adotadas para a regulamentação desse mercado aplicadas pelo Banco Central do Brasil, mostram que o país está tendo um crescimento mais seguro que outros países.

A regulação do Banco Central do Brasil também favorece o potencial de crescimento de um mercado novo no Brasil, antes destinados a investidores internacionais e áreas menos importantes de bancos (como o contencioso). As regras de provisionamento para empréstimos inadimplentes criam um enorme incentivo para que os bancos vendam seus portfólios de créditos com problemas e revertam o provisionamento, reforçando sua estrutura de capital.

Esse incentivo e, os poucos participantes nesse mercado, criam uma oportunidade única para os FIDCs-NP, que também são produtos criados com o desenvolvimento do mercado de crédito e têm evoluído na mesma proporção que o volume de crédito disponível na economia. Os FIDCs começaram inicialmente voltados para a securitização de recebíveis e foram evoluindo para muitos ramos, um deles foi o FIDC-NP, principal meio de investimento no mercado de distress porque é o único fundo regulado pela CVM que pode comprar créditos inadimplentes.

A evolução da legislação também foi muito importante para tornar o mercado de crédito mais seguro para os investidores. A nova lei de falências trouxe para o Brasil conceitos utilizados nos Estados Unidos que permitem uma maior oportunidade de recuperação para as empresas que entram em dificuldades. O conceito da alienação fiduciária que possibilitou ao mercado oferecer formas de financiamentos mais seguras e mais rápidas de serem resolvidas caso um evento de crédito ocorresse, ou seja, o credor tem uma forma mais eficaz de obter sua garantia em caso de default.

Os FIDCs-NP são produtos com um enorme potencial de crescimento no mercado, possibilitado pelas evoluções descritas acima e também pela constante evolução das instruções da CVM, permitindo que esses fundos possam se adaptar as necessidades que vão surgindo no mercado. Se for gerido de uma maneira conservadora um fundo de

distress não terá uma volatilidade muito alta, diferente dos números encontrados nas análises das rentabilidades de FIDCs-NP, pois a análise deve sempre ser feita no pior dos cenários, trazendo a segurança de que qualquer evento de crédito já esteja precificado no ativo.

Mesmo assim, a necessidade de hedgear as posições é necessária para evitar que qualquer evento que não tenha sido precificado tenha seu risco mitigado. Nesse trabalho foram mostrados que o mercado de fundos de crédito em distress no Brasil ainda sofre com a ineficiência da impossibilidade de proteger a carteira. Provavelmente, essas questões finais sobre a possibilidade de hedgear a carteira das maneiras apresentadas serão resolvidas com a evolução do mercado e da regulação. E, com isso, tornando mais seguro e eficiente investir em crédito e em FIDCs-NP.

Da forma que foi apresentado nesse trabalho, o mercado de distress possui ótimas oportunidades de investimento e crescimento. É um produto novo e um pouco complexo para a maioria dos investidores, mas muito desenvolvido nos mercados internacionais. Em outros países aparece como uma forma de obter rendimentos acima da média do mercado, se beneficiando do efeito psicológico do distress sobre os investidores comuns. O país já evoluiu muito no mercado acionário e mercado de títulos do governo, agora, a nova direção da evolução está sendo o mercado de crédito e os fundos de crédito.

BIBLIOGRAFIA

Rogério Werneck e Marcelo de Paiva Abreu. *The Brazilian economy from Cardoso to Lula. An interim view* (2005).

Adelaide Motta de Lima e Sandra Cristina Santos Oliveira. *Securitização no Brasil* (Bahia, 2009).

Fabio Giambiagi e Lavinia Barros De Castro. *Economia Brasileira Contemporânea* (Rio de Janeiro: Elsevier,2005).

Marcelo de Paiva Abreu (organizador). *A ORDEM DO PROGRESSO: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*, (Rio de Janeiro : Campus, 1990)

Aswath Damodaran, *Damodaran on Valuation: Security Analysis for investment valuation* (Wiley & Sons, Inc., 2006).

Edward Altman. *Bank Debt versus Bond Debt: Evidence from Secondary Market Prices* (Journal of Money, Credit and Banking, 2010).

John C. Hull. *Options Futures and Other Derivatives* (Pearson, 2009).

TMA Brasil. *Late turnaround: A gestão da recuperação no contexto da nova lei* (2009).

Aloisio Araujo e Bruno Funchal. *Credit Markets in Brazil: Institutional Reforms and Growth* (2007)

Guilherme Laux. *Mercado de Crédito no Brasil: características e respostas a choques* (2006)

Ministério da Fazenda do Brasil. *Relatório de Avaliação do Plano Plurianual* (2010).

Armando Castelar Pinheiro e Célia Cabral. *Credit Markets in Brazil: The Role of Judicial Enforcement and Other Institutions* (1999).

Felipe Zambaldi. *The Brazilian Credit Market for Small and Medium-Sized Firms* (2007).