

Riscos vão além da inadimplência

Alessandra Bellotto, de São Paulo
31/03/2010

Depois dos casos da Global Capital e da BRZ, o congelamento para resgates de mais um fundo que aplica em títulos de empresas - o Aster Referenciado IGP-M Crédito Privado - mostra que o investidor precisa ficar atento aos riscos dessas carteiras, que vão além da inadimplência. Há ainda o risco de liquidez, já que esses ativos são pouco negociados, e de conflitos de interesses, quando o gestor está em todas as pontas da operação.

Segundo apurou o **Valor**, o saque que deu origem aos problemas de liquidez do fundo foi solicitado por um cotistas que tem mais de 50% da carteira. Um nível de concentração alto em único investidor e um risco para os demais aplicadores.

Esse fator é especialmente relevante uma vez que a carteira tem quase 70% dos seus R\$ 89,5 milhões aplicados em Cédulas de Crédito Bancário (CCBs) de uma mesma empresa, a Casual Dining S.A (Cadinsa), com vencimento em janeiro de 2020. Para honrar o pedido de resgate de um investidor com mais da metade da carteira, o fundo, mesmo tendo de receber a multa, pode ter dificuldade para se desfazer de seus ativos de crédito.

Conhecer a política de investimento do fundo é fundamental para entender os riscos da operação. No caso do Aster, o mandato é bem flexível, já que permite aplicar até 100% dos recursos em títulos do mesmo emissor. Quando se tem tamanha liberdade para atuar em um segmento específico como o de CCB, papel com pouca transparência, é importante também buscar informações sobre o histórico da asset.

Outro ponto que chamou a atenção no caso do Aster foi o fato de a gestora funcionar no mesmo local da Cadinsa. Se a empresa tiver ligação com a gestora, há o risco de um potencial conflito de interesses. "A pergunta que o investidor tem de fazer é se o fundo foi criado para fornecer recursos a essa empresa", diz um consultor que preferiu não ser identificado. E, mesmo que não haja ligação, se a operação tiver sido originada dentro de casa, é preciso verificar se os cotistas não foram prejudicados em favor da empresa que tomou o crédito.

Transações entre partes relacionadas não são proibidas, mas tem de haver limites. O próprio regulamento do Aster restringe a 20% do patrimônio a aplicação em títulos ou valores mobiliários de emissão da administradora, gestora ou de empresas a elas ligadas. Não é a toa que, no ano passado, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) decidiu passar um pente-fino nos gestores de fundos de crédito privado, especialmente aqueles que investem em CCBs, papéis emitidos por bancos geralmente com lastro em empréstimos para empresas de pequeno porte. A ideia era testar os processos de diligência das assets na aquisição e monitoramento dessas operações.

Além do risco de crédito e liquidez nesse segmento de títulos privados, um dos potenciais problemas está justamente na transação entre partes relacionados. Não é incomum encontrar fundos com papéis originados dentro de casa, destacou o superintendente de relações com Investidores Institucionais da CVM, Francisco Santos, em reportagem do **Valor** publicada no dia 19 de março. A norma, segundo ele, não proíbe esse tipo de operação, mas desde que haja equidade. A CVM detectou irregularidades no mercado, que estão sendo, inclusive, investigadas.

Quando o gestor está em todas as pontas, o investidor precisa saber de onde ele vai tirar a remuneração, da originação ou estruturação do crédito ou da gestão do fundo. Se um gestor recebe comissão para originar, estruturar e distribuir uma operação de crédito já na largada, qual será o estímulo para que ele trabalhe para o sucesso da operação até o seu vencimento?

O segmento de fundos de crédito estruturado, contudo, nasceu usando o modelo de originar para distribuir, lembra o sócio da Angá Asset Management, Frederico de Souza Lima. Ele ressalta, no entanto, que essa não é a estrutura que prevalece hoje nas novas casas. "Cada vez mais temos visto fundos que se posicionam de forma independente, sem ligação com originadores", afirma. A Angá trabalha nas duas pontas, de originação e de gestão de fundos. Mas os papéis que nascem em operações internas não entram nas carteiras próprias da gestora. "Não compramos nada que é originado por nós."

O alinhamento de interesses também pode ser feito via modelo de remuneração. "É possível instituições de menor porte criarem regras para equilibrar interesses de tomadores de crédito e investidores", afirma o sócio responsável pela área de finanças estruturadas da Capitânia Asset, Arturo Profili. Na gestora, que também atua na originação e estruturação de créditos, a alternativa foi incorporar a remuneração pelo serviço na taxa de administração do fundo.

Essa é uma metodologia que condiciona a remuneração ao sucesso da operação, sem tirar, contudo, a liberdade do gestor de originar, explica Profili. "Muitas vezes, temos de ir atrás e provocar um mercado secundário." Ele lembra que o mercado de crédito privado ainda é novo, mas vem melhorando seus processos. Os participantes que chegaram mais tarde no mercado, segundo Profili, já vêm privilegiando o ganho com a gestão, ou seja, só compram o que é bom. Há também uma pressão dos próprios investidores, especialmente fundos de pensão, para melhorar a governança.