

Ampliação de crédito privado em fundos exige que investidor conheça perdas potenciais e diferencie ativos.

## Onde há retorno há risco

Por Alessandra Bellotto, de São Paulo  
06/08/2009

No momento em que os ativos de crédito privado ganham espaço nas carteiras de investimento, por conta do diferencial de rentabilidade que oferecem, cresce o potencial de perdas. Afinal, não há como ganhar mais sem correr riscos. Mas será que o investidor está ciente dos perigos a que está exposto? O mercado de renda fixa privada não é homogêneo, envolve operações das mais diversas naturezas, desde as tradicionais debêntures, passando pela securitização de recebíveis até a cessão de títulos que representam financiamentos bancários. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) está atenta a essa onda de migração para papéis corporativos, especialmente quando o alvo são as cédulas de crédito bancário, as CCBs.

"Problemas causados por títulos sem transparência como as CCBs podem aparecer com mais frequência a partir da diversificação dos investimentos em busca de melhores retornos", diz o superintendente de Relações com Investidores Institucionais da CVM, Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Ele conta que a grande preocupação da autarquia é com o processo de diligência e análise que vem sendo adotado por gestores e administradores de carteira não só no momento da compra do papel, mas ao longo da vida da operação.

A CCB surgiu há cerca de dez anos em substituição ao contrato de crédito convencional com empresas e até pessoas físicas. Emitida pelo devedor como uma espécie de confissão de dívida, dispensa a assinatura de nota promissória e pode ser negociada no secundário pelo banco credor. A única exigência é que se registre a transação na Cetip. Esse não é o tipo de título oferecido diretamente para o investidor médio, até porque, na origem, não é considerado um valor mobiliário - a CVM não tem autoridade para regular o mercado de CCB. Mas, conforme destaca Rebello, ele pode fazer parte da carteira de fundos de crédito privado distribuídos inclusive no varejo e, por isso, a preocupação.

Para avaliar uma CCB, é preciso ir atrás do devedor do crédito, já que não há informações públicas. O trabalho de análise de risco é dobrado em relação ao de uma debênture, que só pode ser emitida por companhia aberta, compara o superintendente. Acompanhar a operação é outro problema, também pela falta de dados trimestrais, mas essencial para avaliar a solvência da empresa e manter atualizado o preço do ativo. Há uma grande dúvida entre os especialistas se as CCBs estão sendo corretamente marcadas a mercado.

Os últimos dados do Banco Central mostram que a inadimplência nos empréstimos bancários a empresas voltou a subir em junho. O índice oficial, que leva em conta atrasos superiores a 90 dias, passou de 3,2% em maio para 3,4%. Em junho do ano passado, a inadimplência era de 1,7%. "Embora a disponibilidade de recursos tenha aumentado, o crédito ficou mais caro e curto, o que coloca uma pressão grande sobre as empresas para renovar linhas", afirma Frederico de Souza Lima, sócio da Angá Asset Management, boutique especializada em operações de crédito estruturado, como CCBs e securitização. É possível esperar mais problemas de crédito, com impacto nas CCBs, alerta Lima. Entre os setores mais vulneráveis, ele destaca o de frigoríficos e o sucroalcooleiro, por conta da necessidade de capital intensivo e por operarem de maneira alavancada.

Levantamento realizado pela CVM junto a gestores e administradores de fundos que compram CCBs mostrou que, assim como há casas com padrões adequados, outras apresentam deficiências no processo, conta Rebello. Primeiro, a CVM enviou um questionário detalhado sobre os procedimentos adotados e depois fez a verificação, no local, desses processos. O próximo passo, segundo o superintendente, será baixar um documento com orientações de como deve ser o

processo de análise e monitoramento das CCBs. Fora isso, a fiscalização da CVM tem atuado de maneira a coibir irregularidades.

Na supervisão, Rebello afirma que tem se deparado com fundos que estão operando com CCBs acima do limite definido não só pela norma como pelo estabelecido no próprio mandato. Também foram encontradas situações em que ficou claro o conflito de interesses, diz. Ele cita exemplos de fundos com CCBs cujos devedores eram empresas do mesmo grupo da asset ou de empréstimos originados em determinados bancos para posterior cessão para fundos da casa.

Em situações em que há relação de parentesco entre o banco originador do CCB e a asset, explica o sócio da Angá, há um conflito de interesses na escolha de quem vai ganhar com a operação. Para o banco, quanto maior o ágio cobrado na cessão do título ao fundo mais receita financeira ele consegue antecipar. Na Angá, optou-se por atuar apenas na estruturação das operações. Segundo o sócio, nenhum fundo da casa hoje compra ativos de crédito privado.

"O maior risco para o investidor é adquirir transações sem análise ", diz Arturo Profili, sócio responsável pela área de Finanças Estruturadas da Capitânia Asset. Se uma operação tem um potencial de rentabilidade maior é porque o risco é maior, destaca Profili. "Não dá para acreditar que nada nunca vai acontecer." Nem é possível tratar todo ativo de crédito como se fosse uma emissão de debêntures da Bradespar, empresa de primeira linha, acrescenta Lima, da Angá.

Enquanto no segmento de debêntures a análise deve se concentrar na capacidade de pagamento do emissor, no universo da securitização de recebíveis, caso dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), ou das CCBs, avaliar a estrutura da operação é crucial para minimizar os riscos. "Potencialmente, a CCB é mais arriscada pelo perfil do tomador de recursos", afirma Profili. Segundo ele, esses títulos geralmente representam operações de crédito de porte menor, de R\$ 5 milhões a no máximo R\$ 50 milhões, o que acaba inviabilizando a criação de estruturas operacionais com um bom nível de governança, bem amarradas juridicamente.

Mas isso não quer dizer que toda operação é ruim, ressalta Lima. "Há casos de CCBs emitidas por grandes nomes, outras com estruturas de garantias bem amarradas e até ratings", diz. O grande desafio, segundo ele, é saber analisar o risco. Mesmo o investidor que participa desse mercado via fundos precisa conhecer a política de investimentos seguida pelo gestor, que tipo de ativo ele pode comprar, os limites de concentração e os riscos a que está sujeito.

Problemas ocorrem, como o caso recente envolvendo aplicações da BRZ Investimentos em CCBs emitidas pela Flex Service, locadora e gerenciadora de frotas de veículos que entrou em recuperação judicial. Nesse exemplo, porém, a grande perda ocorreu no fundo de crédito privado BRZ High Yield, usado como veículo estratégico para a compra de ativos de maior risco, como CCBs de empresas de menor porte e cotas subordinadas (as primeiras a absorverem perdas com inadimplência) de fundos de recebíveis. A criação do High Yield foi a maneira que a gestora encontrou para trabalhar operações mais agressivas e pulverizar o risco - os demais fundos da casa são cotistas dessa carteira.

Vale lembrar que a empresa devedora está adimplente com o fundo, contudo o gestor e o administrador da carteira acharam por bem adotar uma postura que consideram conservadora e marcar o papel a 30% do valor de face equivalente ao saldo devedor - a empresa já teria pago 50% do principal. Os clientes finais da BRZ, segundo a gestora, estavam cientes do risco. Uma semana antes da marcação da perda no High Yield - que acabou amargando quase 9% de prejuízo em julho -, eles já tinham sido alertados. O impacto no fundo aberto da BRZ, de fato, foi pequeno. O retorno no mês foi de 0,89%, ante 0,79% do CDI.

A BRZ, para comprar uma CCB, exige, no contrato de cessão, que o banco repasse frequentemente informações sobre a empresa, assim como exige a anuência do devedor. O analista chefe da Standard & Poor's, Jean-Pierre Cote Gil, alerta para a necessidade de se analisar a formalização das operações com CCBs ou com qualquer outro tipo de crédito

corporativo. "O tipo de garantia, por exemplo, é o que vai determinar as chances de recuperação do investimento no caso de problemas com o devedor", afirma. Gil destaca ainda a importância de se entender as práticas de originação e cobrança, além do monitoramento da operação.