

Evolução do Mercado de Crédito Privado também passa por mudança na governança dos agentes fiduciários



Adriano Casarotto
Western Asset



Artur Nehmi
Sparta Fundos de
Investimentos



Bernardo Carneiro
Lefosse Advogados

No mercado de crédito privado brasileiro, o papel do agente fiduciário é o de representar e defender os interesses dos investidores, ao verificar o cumprimento das obrigações assumidas pelos emissores. A Resolução CVM 17 acrescenta que, no exercício da função, deve zelar pela boa constituição de garantias, assegurar que informações sejam prestadas adequadamente, fiscalizar o cumprimento de cláusulas contratuais e convocar assembleias. Esse escopo de atuação, no entanto, apresenta fragilidades que tem sido observadas com lupa por investidores. O crescimento acelerado do mercado de dívida corporativa, aliado à maior frequência de eventos de crédito, teve como efeito a maior necessidade dos investidores por transparência, mitigação de conflitos de interesses e melhorias nas assembleias de credores, pontos que têm sido alvo de discussões e análises no âmbito da Comissão de Crédito Privado (CCP) da Amec.

Na avaliação de Bernardo Carneiro, sócio da prática de Reestruturação e Insolvência do Lefosse, quando ocorre um descumprimento de obrigação e evento de crédito, as atitudes entre os agentes fiduciários variam um pouco, pois alguns interpretam suas obrigações de forma mais literal e restrita e têm um comportamento menos ativo, enquanto outros são mais ativos e tem mais iniciativa.

Ele avalia que parece haver divergência na interpretação do que significa o dever de proteger os direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência necessários, segundo o artigo 11, parágrafo II da Resolução 27. "Por ser um comando legal relativamente aberto, não existe clareza sobre o que significa no caso concreto e não vemos que esse tema tenha sido levantado e discutido junto à CVM nos eventos de crédito mais recentes", observa.

Adriano Casarotto, gestor de crédito na Western Asset, observa que é justamente nos momentos de crise que o agente fiduciário precisa tomar decisões concretas. Segundo ele, a CCP da Amec identificou que na hora de exercer o dever fiduciário, em situações de estresse, o agente lida com limitações devido ao potencial conflito de interesse, falta de transparência nas informações, rigidez e obstáculos operacionais que dificultam a defesa dos investidores.

Uma ineficiência estrutural apontada por especialistas está na baixa remuneração histórica do agente fiduciário, em torno de 10 a 15 basis points por emissão. Especialistas consideram que valores tão reduzidos desincentivam o investimento em equipes especializadas, tecnologia ou capacidade de resposta em situações complexas.

"A remuneração tampouco se ajusta ao volume de trabalho adicional nos eventos de crédito, o que apenas aumenta o desequilíbrio entre a responsabilidade assumida e o valor que o agente recebe", afirma Carneiro.

Para enfrentar esse desalinhamento, Casarotto defende a criação de fundos de reserva dentro das próprias emissões de debêntures, que sejam destinados a custear assessoria jurídica dos debenturistas em momentos de estresse. Outra alternativa seria a inclusão de seguros para financiamento de defesa jurídica, incorporados desde o início da emissão. Em emissões pulverizadas, especialmente incentivadas, a dificuldade de quórum transfere o poder decisório ao agente fiduciário, que tende a escolher a assessoria jurídica pelo menor preço, prejudicando pequenos investidores e fragmentando estratégias de defesa já em andamento.

Artur Nehmi, sócio e gestor da Sparta, lembra que alguns agentes vêm adotando modelos híbridos de remuneração, com uma mensalidade baixa complementada por receitas adicionais por atividades extraordinárias, geralmente decorrentes de situações de estresse, embora reconheça que esse formato possa criar incentivos distorcidos se não for cuidadosamente monitorado.

A modernização dos procedimentos regulatórios e operacionais é outro ponto recorrente nas críticas. Casarotto, da Western, classifica como anacrônica a exigência de publicações em jornal para convocações de assembleias, e considera que todo o processo deveria ser migrado para divulgação eletrônica. "Outra possibilidade muito positiva, via regulação, seria a portabilidade do agente fiduciário, permitindo que credores troquem rapidamente de agente em situações de estresse, especialmente para outro com melhor estrutura técnica e que já tenha advogados contratados para a questão", afirma.

TRANSPARÊNCIA

A transparência, que é um importante pilar da governança no mercado de capitais, ainda é um ponto frágil quando se trata de eventos de crédito. No que tange à participação na estruturação das operações, Carneiro, do Lefosse, considera que o agente fiduciário deveria ter uma participação mais ativa, já que as escrituras costumam tratar superficialmente dos remédios e direitos informacionais em situações de crise. Essa falta de clareza inicial se reflete diretamente na capacidade de se exigir do emissor um melhor comportamento.

Embora agente fiduciário e companhia dividam a responsabilidade pela medição do índice da dívida, Nehmi, da Sparta, relata que relatórios e memórias de cálculo muitas vezes não são divulgados e, em determinados casos, o agente fiduciário nega o acesso a essas informações, alegando que o solicitante não é detentor da emissão.

“É uma postura que prejudica a análise de risco pelos investidores e entendo que deveria ser uma informação pública, até porque temos o mercado secundário. O investidor pode querer comprar no secundário e precisa avaliar como está a dívida da companhia, se vai vencer ou se terá algum impacto em outras emissões em que ele eventualmente seja detentor”, avalia.

A assimetria entre o padrão de governança do mercado acionário e o do mercado de dívida fragiliza a comunicação. Enquanto companhias abertas divulgam para os acionistas todas as informações em seus sites de Relações com Investidores, não há a mesma regra para emissoras de títulos de dívida corporativa. Para Nehmi, o próprio termo crédito privado traz confusão. Ele considera que o mercado deveria chamar de crédito não soberano, que pode ser público (objeto de uma oferta pública) ou privado (quando for objeto de colocação privada, em geral adquirido por fundos FIIs, Fiagros e FIDCs). “Dessa maneira, documentos de ofertas públicas precisam ser integralmente transparentes e disponíveis”, avalia.

A transparência também é reduzida pela dependência excessiva das informações fornecidas pela empresa emissora. Nehmi cita o caso em que uma cláusula de vedação de mútuo foi contornada pela emissão de uma debênture privada, operação aceita pelo agente fiduciário com base em parecer jurídico do próprio emissor, sem considerar a intenção da cláusula. “A subsidiária passou recurso para a holding, o que era proibido como mútuo na escritura. A empresa fez uma debênture privada e pagou um parecer jurídico para justificar que a debênture não era mútuo. O agente fiduciário não alertou, pois a formalidade foi cumprida. A intenção da cláusula, que era impedir a subida do dinheiro, foi ignorada”, exemplifica.

CONFLITO DE INTERESSES

Pelo fato receber uma remuneração baixa, em proporção ao vulto das responsabilidades pela empresa emissora da dívida corporativa, o agente fiduciário está sempre sujeito a um potencial conflito de interesses. Este é apontado pelos especialistas como um eixo central dos problemas relacionados à atuação do agente fiduciário. Nehmi destaca que ele surge na largada. “Embora o agente fiduciário represente os credores, é escolhido e remunerado pelo devedor”, avalia.

Em vez de atuar como um juiz ou um moderador firme e imparcial, o agente fiduciário acaba por adotar uma postura de submissão à empresa, agindo mais como um mensageiro entre o credor e o devedor.

Nehmi, da Sparta, relata um episódio em que um simples questionamento sobre o desenquadramento de um covenant entre a gestora e o agente fiduciário virou um “telefone sem fio” entre agente fiduciário, emissor e banco estruturador.

“Perguntamos se seria convocada uma assembleia por causa da quebra de um covenant e recebemos a ligação do banco escriturador perguntando se estávamos pedindo para a dívida vencer. Nesse caso, a medida mais adequada, prevista na escritura, era simplesmente a convocação imediata de uma assembleia”, conta.

Além disso, o conflito pode existir entre os próprios credores. Carneiro, do Lefosse, lembra que grupos com interesses divergentes podem tentar influenciar decisões de maneira indevida, cabendo ao agente fiduciário indagar aos investidores em assembleia se existe situação de conflito de interesses ou impedimentos de voto para preservar a neutralidade do processo.

ASSEMBLEIAS

Isso porque é justamente nas assembleias que o papel do agente fiduciário se torna mais visível, mas também mais vulnerável. A rigidez interpretativa de cláusulas da escritura, alimentada pelo receio de responsabilização, gera atrasos e entraves, mesmo quando há consenso entre credores e empresa. Um exemplo mencionado por Nehmi envolvia o cancelamento de 80% dos CRAs mantidos em tesouraria, com anuênciam do credor. Embora todos os envolvidos concordassem com a operação, ela ficou paralisada por mais de oito meses porque o agente fiduciário e a securitizadora afirmaram que não havia previsão explícita na regulação.

A demora na convocação de assembleias também é uma falha grave. Nehmi citou o exemplo de um covenant desenquadrado havia quase dez meses sem assembleia, apesar de a escritura determinar exatamente o contrário. Carneiro, do Lefosse, é claro ao afirmar que, diante de eventos de vencimento antecipado, o agente fiduciário deve convocar assembleia no menor prazo possível.

A dinâmica das contrapartidas adiciona um novo nível de dificuldade. Segundo Nehmi, em alguns casos há a percepção de um “teatro”, quando negociações ocorrem entre empresa e grandes credores antes da convocação da assembleia. Em outras situações, a de um bloqueio, que impede a inclusão de contrapartidas não previstas formalmente na ordem do dia. Ele propõe a adoção de uma proposta da administração anexada à convocação, listando todas as possíveis contrapartidas, o que garantiria transparência e celeridade nas assembleias, permitindo uma negociação equilibrada entre emissor e credores.

Os custos e o risco de falta de quórum completam o cenário. Casarotto, da Western, explica que convocar assembleias demanda publicações em jornal, um custo que podem chegar a R\$ 20 mil e que recai sobre os debenturistas. Além disso, ele considera que deveria ser obrigatório o banco escriturador passar a última posição dos detentores de todas as dívidas públicas ao agente fiduciário diariamente.

“Essa medida teria de ser endereçada via regulação, pois a ligação entre o agente fiduciário e o banco escriturador nem sempre é simples e a dificuldade em localizar investidores é um obstáculo em um mercado secundário cada vez mais ativo, principalmente no momento de convocar assembleias de emissões com pulverização elevada.

Os desafios que cercam a atuação do agente fiduciário não são casos isolados, mas refletem as dores do crescimento do mercado de crédito privado. O agente fiduciário precisa representar os investidores, mas é remunerado pelo devedor em um conflito de origem, que se agrava diante de uma remuneração tradicionalmente baixa. Esse conjunto de fragilidades ajuda a explicar tanto a postura de submissão diante das empresas emissoras, quanto a rigidez interpretativa que, em certos casos, paralisa assembleias.

A evolução do mercado dependerá de aperfeiçoamentos na regulação, mas não apenas isso. “Os agentes fiduciários cumprem bem o seu papel em situações de normalidade. Talvez uma forma de avaliar é ver o histórico de atuação em crises. Temos casos interessantes, no qual agentes fiduciários desenvolveram sistemas de votos por WhatsApp e consultaram a CVM sobre regras, e conseguiram desempenhar importantes papéis na solução dos casos. Pode ser interessante que, baseado na experiência, seja desenvolvido um padrão de boas práticas e os agentes fiduciários possam ser avaliados de acordo com a aderência a tais melhores práticas”, conclui Carneiro, do Lefosse.



Fábio Coelho
Editor e Presidente da Amec

Conheça outros conteúdos da Amec e acompanhe
nossas redes sociais:

