

Por Elyson Narita (\*)

Como em toda crise, a rápida disseminação do novo coronavírus, a COVID-19, deixará grandes ensinamentos para o mercado financeiro. Não apenas os negócios com ações e moedas vivenciaram níveis elevadíssimos de volatilidade, mas os mercados de crédito também sofreram com incertezas e oscilações. Considerando que as taxas de juros estão em níveis historicamente baixos, os ativos ilíquidos devem continuar na mira dos gestores de investimentos, mas a atenção aos riscos de crédito e à correta precificação destes papéis precisa e deve ser redobrada.

É muito comum ativos com menor liquidez oferecerem retornos mais elevados que títulos públicos ou os tradicionais CDBs. E esta falta de liquidez normalmente está atrelada a um fato principal: pouca informação pública disponível, tanto referente ao devedor quanto às características do ativo em si (remuneração, garantias, fluxos, entre outras). A escassez de informação compromete a precisão do apreçamento, especialmente porque impede que o risco de crédito seja mensurado de forma estruturada, limitando a capacidade de decisão por parte do investidor - que acaba assumindo riscos pouco conhecidos.

Podemos citar inúmeros exemplos de como o bom apreçamento é importante para a segurança do investidor - e também dos gestores de recursos. Um caso que chamou bastante a atenção foi a debênture incentivada da Concessionária Rodovias do Tietê (RDVT11). Emitido em 2013, com vencimento em junho de 2028, o papel foi um sucesso no lançamento e a empresa captou mais de R\$ 1 bilhão. Tudo caminhava muito bem até meados de 2017, quando a empresa precisou renegociar a dívida. A proposta envolvia o alongamento da dívida em 7,5 anos, com três anos de carência para pagamento. O mercado reduziu significativamente as perspectivas com a renegociação e, em junho de 2019, os riscos de os credores executarem a dívida fizeram os preços desabarem. Em novembro, a empresa entrou com pedido de recuperação judicial e, a partir desta data, os preços pararam de ser calculados.

Se quisermos analisar um caso de um ativo que sofreu com a pandemia da COVID19, podemos destacar a debênture MEAL21, emitida em 15 de Março de 2019 pela International Meal Company, com vencimento em 15 de Março 2026, a CDI + 1,6%. O papel performava bem até antes da crise. Porém, com a piora do cenário, o ativo passou por aumento de 38% no spread (considerando dados até o dia 09 de abril). Como a empresa atua com restaurantes nos EUA e países da América Latina, sobretudo nos segmentos de shoppings centers, aeroportos e rodovias, o contexto atual afeta diretamente o papel. O aumento no spread acontece essencialmente porque há forte expectativa de redução da geração de caixa por conta da COVID19.

A partir destes dois exemplos, simples e recentes, podemos tirar claras conclusões: para investir em ativos ilíquidos, é preciso avaliar muito bem os riscos envolvidos em cada emissão. Eventos que pioram a qualidade creditícia do ativo, e que são desconhecidos pelo investidor, geram exposição perigosa ao risco.

A Resolução Nº 4.277 é uma excelente referência que deve ser seguida, pois traz requisitos mínimos e ajustes prudenciais a serem observados no processo de apreçamento de instrumentos financeiros no contexto de instituições financeiras. Há, inclusive, um capítulo que trata especificamente das Metodologias de Apreçamento, exigindo que, sempre que possível, o apreçamento aplique a marcação a mercado seguindo um conjunto de medidas.

O ativo expõe o investidor ao risco desde sua aquisição até o vencimento ou venda, e por isso é importante monitorar o preço justo e o nível de risco de crédito. Tal monitoramento pode ser mais consistente se adotadas algumas medidas propostas pela Resolução, que sugere que o spread de crédito seja revisado periodicamente, para responder de forma tempestiva às variações do nível de risco, e que a acurácia dos preços passe por verificação regular e independente do processo de apreçamento, assim evitando o conflito de interesse e tornando o mercado mais transparente. Ou seja, um conjunto de medidas como as regras da Resolução Nº 4.277, se aplicado para todo o

mercado de crédito, certamente torna o ambiente mais saudável para o investidor.

Nesse contexto, é conveniente que corretoras, distribuidoras de valores mobiliários e gestores de recursos disponham de um modelo de apreçamento que contempla revisão periódica da qualidade creditícia, uso de spreads de mercado líquido como referência, e aplicação de modelo matemático documentado e executado de forma terceirizada.

Para as gestoras de recursos, um modelo como o sugerido, por prover diariamente a marcação a mercado, evita que haja problemas de distribuição de riqueza entre cotistas de fundos que têm títulos de renda fixa na carteira. A disponibilidade do preço atualizado diariamente também torna mais consistentes as aplicações e resgates que, por ocorrerem antes do vencimento do ativo, na ausência da marcação a mercado, poderiam ser executados com valores incorretos, prejudicando o vendedor ou o comprador do título ou o cotista do fundo. Finalmente, outro benefício da marcação a mercado é evitar que a taxa de performance do fundo seja aplicada de forma distorcida.

Portanto, a decisão sobre a aquisição de um título, principalmente se este for ilíquido, precisa ser baseada em critérios mais robustos do que apenas a remuneração. Felizmente, da mesma forma que o Banco Central do Brasil tem atuado para regular o assunto, o mercado tem contribuído para disseminar conhecimento e tornar a análise dos ativos ilíquidos cada vez mais madura.

(\*) **Elyson Narita** é Engenheiro de Produção pela Universidade de São Paulo. Atualmente, faz MBA em Finanças também pela USP.

**Fonte:** Abrapp em Foco, em 19.06.2020