

A persistente assimetria de dados entre os mercados de Bolsa e Balcão



Por André Morino ()*

No mercado financeiro brasileiro, vivemos um cenário de importantes avanços regulatórios. Medidas como as Resoluções CVM 175 e CVM 135 trouxeram mudanças importantes, como a exigência de precificação de ativos de balcão e o aumento da transparência dos dados. No entanto, na prática, quando comparamos os mercados de bolsa e balcão, notamos que o acesso às informações ainda acontece de forma assimétrica, o que, considerando a complexidade dos ativos OTC (Over-The-Counter), resulta em um aumento significativo da dificuldade de precificação e, consequentemente, em um maior risco de liquidez para esses papéis.

Para entendermos melhor os impactos dessa realidade e como essa assimetria acontece, podemos destacar três diferenças principais entre bolsa e balcão. A primeira diz respeito à formação dos preços. Na bolsa, há um livro de ordens e um spread de compra e venda (bid-ask spread) visível, no qual o mercado dita o preço de forma centralizada. Já no mercado de balcão, o preço não está previamente estabelecido nem centralizado. O valor é definido na negociação direta entre os dealers e dependerá das informações que cada uma das partes possui sobre o ativo. Ou seja, a formação do preço depende das informações às quais os investidores têm acesso.

A segunda diferença diz respeito à centralização dos dados sobre as negociações realizadas. As operações do mercado de balcão são registradas, mas a granularidade das informações disponibilizadas ao público é limitada. Ou seja, os dados públicos normalmente são disponibilizados de forma consolidada, por volume diário e preço médio, com um dia de defasagem.

Se considerarmos ativos de crédito privado com poucas negociações, é possível passarmos semanas ou até meses sem que seja registrada nenhuma operação. Esse cenário cria uma dinâmica extremamente desafiadora para os modelos de precificação. Afinal, mesmo sem negócios registrados, esses papéis precisam ser precificados diariamente.

A terceira diferença — e talvez a mais subestimada — é também a maior virtude do mercado de balcão. Ela diz respeito à complexidade dos ativos e ao acesso aos seus eventos corporativos.

Para se ter uma ideia do desafio, considere a emissão de um CRA comum. O cálculo do preço exige o cadastro de até 50 parâmetros distintos, extraídos de um documento jurídico geralmente disponibilizado em PDF. Superada a barreira do cadastro inicial, novos desafios surgem. Toda essa parametrização não garante a precificação correta durante a vigência do ativo. Ao longo da vida do papel, podem ocorrer pagamentos extraordinários, repactuação de fluxos ou de remuneração, e até um evento de crédito do devedor. Cada um desses eventos precisa ser incorporado ao processo de precificação — sob pena de o ativo ser marcado a um valor errado.

E onde estão essas informações? Em documentos de assembleias de credores, muitas vezes publicados apenas no site da securitizadora ou do agente fiduciário, sem padronização, sem centralização, sem obrigação de formato.

Esse é o problema. Mas é também a razão de o mercado de balcão existir. A mesma flexibilidade contratual que torna cada CRA um quebra-cabeça de precificação é o que permite personalizar a dívida de acordo com a necessidade do devedor. Um bônus padronizado, negociado em bolsa, não pode se adaptar ao fluxo de caixa de uma safra, à sazonalidade de um projeto de infraestrutura ou à estrutura de garantias de um devedor específico. Um ativo de balcão pode. E é exatamente essa capacidade de customização que justifica sua existência como classe de ativo.

O preço dessa flexibilidade, porém, é a opacidade operacional: cada personalização contratual é também uma nova fonte de informação dispersa, que precisa ser garimpada, interpretada e incorporada corretamente ao preço. Não há como ter uma coisa sem a outra.

Toda essa problemática possui algumas causas estruturais que precisam ser

consideradas para melhorar o acesso aos dados no mercado de balcão. Entre elas, podemos destacar a necessidade de um repositório centralizado obrigatório para todos os eventos de crédito privado, além da padronização do formato e do timing de divulgação. Hoje, não há padronização e cada emissor ou agente fiduciário divulga as informações de uma forma, em um local e em um momento específico.

Soma-se a esse contexto estrutural o fato de algumas fontes de confirmação indispensáveis para a precificação ainda serem cobradas, o que cria uma barreira adicional de custos e contribui ainda mais para a ampliação dessa assimetria. Quando temos um ativo líquido, como os negociados no mercado de bolsa, todas as fontes convergem para um preço de referência bem estabelecido. Porém, o cenário muda quando falamos de ativos ilíquidos, especialmente em um ambiente marcado pela assimetria de informação.

Resumidamente, enquanto na bolsa o preço é um fato, no mercado de balcão o preço é resultado de um modelo. E, para ser eficiente, esse modelo depende, necessariamente, do acesso às informações. O horizonte ideal é que todos os dados brutos essenciais para o monitoramento e a precificação de ativos de balcão se tornem públicos, granulares e acessíveis a todos os participantes. É esse movimento que irá aumentar a liquidez e favorecer o avanço das negociações, tornando o mercado, efetivamente, mais seguro e transparente. É nessa direção que precisamos caminhar.

() Sócio e gerente de Market Data da LUZ Soluções Financeiras.*