

Francisco Lobo  
Analista de Crédito | Banco Santander (Brasil) S/A  
francisco.lobo@santander.com.br

Quem investe em crédito privado pode se deparar com oscilações inesperadas no valor dos ativos, mesmo quando a empresa está pagando tudo corretamente. Isso costuma gerar dúvida ou até preocupação — afinal, se a empresa segue saudável, por que meu título desvalorizou? Neste capítulo da série Research Explica, vamos explicar como os ativos de crédito privado são precificados e por que eles oscilam com o tempo. Vamos abordar desde a formação da taxa de um título até o papel da taxa Anbima, passando pela dinâmica de compra e venda no mercado secundário e os efeitos da marcação a mercado, inclusive após a Resolução CVM 175. Também explicaremos como diferentes indexadores impactam a volatilidade dos papéis e quando uma marcação negativa pode ser apenas temporária, ou até mesmo uma oportunidade para o investidor.

### Como um título de crédito privado é precificado?

O ponto de partida para precificar um título de crédito privado é o risco soberano. Isto é, a taxa que o governo brasileiro paga em seus próprios títulos, como Tesouro Prefixado ou IPCA+. Sobre essa base, é adicionado um spread de crédito, que representa o risco de emprestar dinheiro a uma empresa em vez de ao governo.

Esse *spread* considera vários fatores:

- o setor da empresa (mais ou menos arriscado);
- o nível de endividamento e liquidez;
- a existência (ou não) de garantias;
- e, principalmente, a percepção de risco do mercado naquele momento.

Ou seja: quanto maior o risco percebido, maior a taxa (*spread*) exigida, e, por consequência, menor o preço do título.

No momento da emissão, o título é precificado com base na taxa de emissão, que é a taxa acordada entre a empresa e os investidores iniciais. Essa taxa define os fluxos de pagamento e serve de referência para o PU par (ou PU na curva), que é normalmente fixado em R\$ 1.000 na emissão. Após a emissão, o título também tem seu preço atualizado com base em taxas de mercado, como a taxa indicativa, que é uma estimativa da remuneração exigida pelo mercado para comprar aquele mesmo papel hoje.

### Relação entre preço e taxa

O funcionamento é o mesmo da renda fixa tradicional: quando a taxa exigida sobe, o preço do título cai e vice-versa.

Exemplo: se você comprou um título que paga 10% ao ano e, dias depois, o mercado passou a exigir 12% para o mesmo risco, seu papel perde valor. Isso porque o novo investidor precisa pagar menos para obter um retorno de 12% com esse mesmo título.

Essa é a lógica da precificação:

- Taxa sobe → preço cai;
- Taxa cai → preço sobe;

Essa nova precificação reflete o PU indicativo, que representa o valor estimado do título com base na taxa indicativa praticada no mercado naquele momento.

## Taxa de compra, taxa de venda e *bid/ask*

No mercado secundário, existe uma diferença entre:

- Taxa de compra (que você paga para adquirir o título);
- Taxa de venda (que você recebe se quiser vendê-lo antes do vencimento);

A diferença entre essas taxas é chamada de *spread bid/ask*, e pode ser significativa, principalmente em ativos com pouca liquidez. Isso significa que, se quiser sair antes do prazo, o investidor pode precisar vender o título com desconto, o que pode representar um prejuízo pontual.

## A taxa Anbima

Como os títulos de crédito privado não são negociados em bolsa, o mercado utiliza a taxa Anbima como referência para precificação. A taxa Anbima:

- é o jargão de mercado para a taxa indicativa calculada pela associação com base em dados de diversas instituições financeiras;
- representa uma média de taxas praticadas (por isso é chamada de *mid*);
- não é exatamente a taxa que você conseguirá negociar, mas serve como base para a marcação a mercado e comparação entre papéis.

Ou seja, ela ajuda a formar preço, mas não reflete com precisão a taxa de entrada ou saída de cada investidor.

A Anbima divulga em seu próprio site as taxas de referência para os ativos de crédito privado mais negociados no mercado secundário, seja para debêntures ([link](#)) ou CRIs e CRAs ([link](#)), conforme exemplificado a seguir:

Figura 1. Ficha técnica - ENMTC2

Títulos Privados - DEBÊNTURES			DI + SPREAD						
Código	Nome	Repac./ Venc.	Índice/ Correção	Taxa de Compra	Taxa de Venda	Taxa Indicativa	Desvio Padrão	Intervalo Indicativo	
								Min.	Máx.
ENMTC2	ENERGISA MATO GROSSO - DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S.A.	15/12/2031	DI + 0,95%	0,7759	0,4083	0,6370	0,18	0,46	0,82

Fontes: Anbima e Santander. Data de referência: 16/mai.

Nesse exemplo, a debênture ENMTC2 foi emitida a uma taxa DI+0,95%. Na data de consulta, tanto a taxa de compra quanto a de venda estavam abaixo da emissão, indicando que o ativo estava sendo negociado com ágio no mercado secundário.

Isso significa que, caso um investidor tenha adquirido o papel no mercado primário e opte por vendê-lo antecipadamente, além de receber os fluxos de pagamento e a correção do ativo pela taxa contratada até o momento da venda, ele também obterá um ganho adicional decorrente do fechamento do spread.

Vale lembrar que a taxa de saída dependerá das condições de mercado vigentes no momento da negociação.

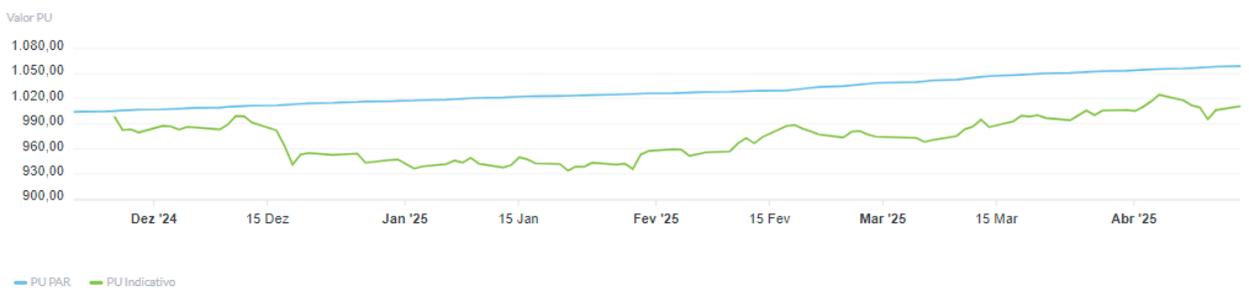
## Marcação a mercado e marcação na curva

Com a entrada em vigor da Resolução CVM 175, os títulos de crédito privado passaram a ser marcados a mercado por padrão. Isso significa que, todos os dias, o valor do seu título é atualizado com base no seu preço estimado de mercado — normalmente utilizando a taxa Anbima como referência.

Ainda é possível optar por marcação na curva, onde o título evolui de forma previsível até o vencimento com base na taxa de emissão. Nessa abordagem, o valor do título segue a trajetória de valorização original, sem considerar alterações nas taxas de mercado. Essa marcação resulta no PU par, que tende a ser mais estável no tempo. Mas essa opção só está disponível para investidores qualificados (com mais de R\$ 1 milhão investido) que preencham um formulário específico junto à instituição financeira. A marcação na curva pode trazer mais estabilidade na precificação, mas não é a abordagem mais transparente para todos os perfis.

Para melhor entendimento, exemplifica-se a partir das debêntures VALEBO as duas trajetórias de PUs ao longo do tempo: o PU par (na curva) e o PU indicativo (a mercado). A linha do PU par representa a trajetória teórica do título mantido até o vencimento proporcional ao período já cumprido, sendo calculada com base na taxa contratada e supondo que o título seja negociado sempre ao valor de face. Já a linha do PU indicativo reflete os preços efetivamente praticados no mercado secundário. A diferença entre essas duas curvas evidencia como fatores de mercado impactam a precificação do título no dia a dia, mesmo quando suas características contratuais permanecem as mesmas.

Figura 2. Trajetória de PUs – VALEBO



Fontes: Anbima e Santander. Data de referência: 26/jun.

### Por que meu título oscila?

Mesmo que a empresa emissora esteja pagando tudo em dia, o valor de mercado do título pode oscilar. Isso acontece porque o preço do ativo responde a diversos fatores externos:

- Mudanças nas taxas de juros (Selic e curva de juros);
- Alterações nos *spreads* de crédito exigidos;
- Notícias sobre o setor ou a empresa;
- Menor liquidez em momentos pontuais.

Essas oscilações não afetam o fluxo de pagamento da empresa, e só representam perda ou ganho caso o investidor venda o título antes do vencimento.

### Comprei no secundário e já apareceu prejuízo

Esse é um ponto de grande dúvida (e ansiedade) entre investidores.

Quando você compra um título no mercado secundário, a negociação ocorre na taxa de compra. Mas a marcação a mercado, que vai aparecer na sua carteira, é feita pela taxa Anbima, que é uma média (*mid*). Isso pode fazer com que o papel mostre um prejuízo logo nos primeiros dias após a compra — mesmo sem que nada tenha mudado na empresa.

Essa marcação negativa tende a se corrigir com o tempo, conforme o título se aproxima do vencimento. É uma distorção técnica e temporária, não uma perda real, desde que o papel seja mantido até o vencimento.

## Diferentes indexadores, diferentes oscilações

O comportamento dos títulos frente à marcação a mercado depende também do seu indexador. Veja o que acontece na prática:

- Prefixado: são os que mais oscilam, porque têm a taxa de juros embutida no preço. Variações na curva de juros ou no risco soberano impactam diretamente;
- IPCA+: oscilam um pouco menos, pois parte da remuneração é ajustada pela inflação, o que suaviza movimentos de mercado.
- CDI+: oscilam muito pouco, já que acompanham de perto a taxa básica do mercado (o CDI).
- % do CDI: são os mais estáveis, e quase não sofrem marcações relevantes.

Por isso:

- Oscilações em prefixado ou IPCA+ muitas vezes são só efeito de mercado.
- Oscilações em CDI+ ou % do CDI costumam refletir algo mais específico do risco do emissor. Vale ficar atento.

## Marcação a mercado pode ser uma oportunidade

Nem sempre uma marcação negativa é um problema. Em muitos casos, ela pode representar uma oportunidade para quem está entrando.

Se um título de boa qualidade foi penalizado por movimentos técnicos ou de mercado, ele pode ser comprado com um retorno acima da média histórica e isso aumenta o carregamento do investidor que entra naquele momento.

Por isso, é importante avaliar o contexto da marcação: às vezes, o que parece uma perda é, na verdade, uma porta de entrada interessante.

## Conclusão

Saber como um título de crédito privado é precificado e como funciona sua marcação a mercado ajuda o investidor a interpretar melhor o que está acontecendo na carteira. Oscilações no preço são normais e não representam prejuízo real se o título for mantido até o vencimento.

Com essas informações, você consegue diferenciar movimentos técnicos de alertas reais, avaliar oportunidades e evitar decisões precipitadas. Se quiser analisar os títulos da sua carteira ou buscar novas oportunidades com base nessas dinâmicas, fale com seu assessor e descubra como usar o crédito privado de forma estratégica no seu portfólio.

Confira mais edições da série Research Explica [aqui](#).

# Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Instrução Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, **Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander**, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv) Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Tem interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) que tem como risco final a companhia objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.
- A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.