

A marcação pela curva e a necessidade de aprimoramento da educação financeira e previdenciária

POR RONNIE GONZAGA TAVARES*

O objetivo do presente texto é apresentar uma reflexão acerca da necessidade de aprimoramento da educação financeira e previdenciária no país com vistas a se enriquecer o debate em relação a real necessidade da utilização do critério de Marcação pela Curva (MTC) nos investimentos e financiamentos de pes-

soas físicas e jurídicas, quando seria recomendável a adoção da Marcação a Mercado (MTM) de forma prioritária.

Inicialmente, é importante esclarecer os conceitos de tomadores de recursos e seus financiadores. Sob a ótica econômica, o tomador (agente econômico deficitário) antecipa despesas, para

consumo ou investimento, em um momento em que não possui recursos financeiros suficientes para tanto. Daí a necessidade de recorrer a algum ente que os possua em excesso, identificado como o financiador (agente econômico superavitário), que é aquele que decide emprestar os recursos solicitados adiantando seus planos de gastos.

Então, quando ocorre a transferência temporária de recursos dos financiadores para os tomadores, há incidência do que se chama “juro”, que pode ser entendido como o “custo do aluguel do dinheiro”, pois é a compensação devida pelo tomador (devedor) do empréstimo para a utilização de recursos oriundos de seu financiador (credor ou investidor), os quais deverão ser devolvidos acrescidos de uma remuneração (juro) ao final do prazo do contrato.

Resumidamente, juro nada mais é do que a remuneração do dinheiro no tempo. Essa definição é de suma importância não apenas pelo conceito do rendimento dos recursos financeiros, mas principalmente pelo envolvimento da variável “tempo” na equação. Dessa forma, para cada prazo de investimento (ou empréstimo), há uma taxa de juros correspondente.

Adicionalmente, é de vital discernimento destacar que as taxas de juros podem variar a cada instante, inclusive dentro do mesmo dia. Por exemplo, o rendimento de um título prefixado de um ano pode estar sendo negociado a 12,93% ao ano na parte da manhã de determinado dia e passar a ser transacionado a 13,00% ao ano minutos depois. Essa variação nas taxas é decorrente, principalmente, de alterações na oferta e demanda por recursos ou ati-

vos, nas expectativas econômicas, entre outros fatores.

Nesse sentido, conclui-se que as taxas de juros variam não apenas em função do prazo do contrato, mas também por conta de alterações nas condições econômicas vigentes a cada momento.

A partir dessa constatação, chega-se a uma pergunta inexorável: qual o valor de determinado investimento (sob a ótica do financiador) ou dívida (sob a ótica do tomador) em dado momento?

Para se chegar ao valor desejado há duas metodologias usualmente utilizadas: a Marcação pela Curva e a Marcação a Mercado, que são critérios contábeis de precificação de ativos (e passivos). A depender da metodologia utilizada, podem suavizar ou intensificar as variações dos preços desses títulos (contratos) entre a data da aquisição (contratação) e de seu vencimento.

Entretanto, independentemente do critério adotado, o valor apurado no vencimento será idêntico, seja pela curva ou a mercado. A diferença se encontra tão somente na trajetória de preços ao longo da vida do ativo (ou passivo).

Neste momento, vamos focar a análise apenas sob a ótica do investidor.

Marcação pela Curva (MTC)

Nesta metodologia, o ativo é contabilizado pelo valor de aquisição, acrescido da variação do indexador (se houver) e do rendimento decorrente da taxa de remuneração pactuada (que é mantida fixa) desde a emissão até o vencimento.

As principais características desta metodologia são: i) neutraliza ou reduz de forma significativa a volatilidade da carteira de investimentos, pois o re-

torno do ativo é constante (para o caso dos títulos de renda fixa prefixados) ou com baixíssima variação (títulos de renda fixa pós-fixados), visto que o mesmo será remunerado à taxa e indexador pactuados na ocasião de sua aquisição; ii) não possibilita a apresentação de rentabilidade negativa, exceto em casos excepcionais (por exemplo: no caso de títulos indexados a índice de preços e mesmo assim somente com inflação negativa no período em magnitude superior ao ganho decorrente do rendimento da taxa de remuneração pactuada)¹; iii) gera transferência de renda entre os cotistas de um fundo de investimento ou participantes de um Plano de Benefícios², sendo esta a maior crítica em relação a tal metodologia.

Marcação a Mercado (MTM)

Nesta metodologia, o ativo é contabilizado diariamente pelo preço efetivo de mercado, de acordo com os negócios realizados ou metodologia específica de apreamento do ativo.

As principais características desta metodologia são: i) permite identifi-

car o preço de venda do título, caso o investidor queira negociá-lo antes do vencimento; ii) incorpora volatilidade à carteira, decorrente das oscilações positivas ou negativas do preço do título, podendo inclusive, em alguns momentos, apresentar rentabilidade negativa; e, iii) o impacto da desvalorização do papel é neutralizado caso o ativo seja mantido em carteira até o seu vencimento, visto que será remunerado à taxa pactuada na aquisição do título.

É importante destacar que, em 2002, os fundos de investimento abertos foram obrigados pelos órgãos reguladores, Banco Central (BC) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a contabilizar todos os seus títulos em carteira pelo critério de Marcação a Mercado. Com a medida, o governo buscou ampliar a transparência dos fundos, que passaram a apurar o valor exato do ativo³, além de impedir a transferência de riqueza entre os cotistas dos referidos fundos de investimento.

Porém, no segmento de fundos de pensão, o método de precificação dos recursos fica a critério dos gestores, con-

1. Esse critério gera, por consequência, a falsa impressão de que um título de renda fixa não “pode” apresentar rentabilidade negativa, o que é falso, pois se existir a necessidade de desfazimento da aplicação financeira, o preço de venda do ativo será determinado pelas condições de mercado verificadas no momento da operação, ou seja, pelo critério de Marcação a Mercado. Assim, caso a taxa de rendimento do título esteja superior à taxa do título, o preço de venda do mesmo será inferior àquele registrado contabilmente, gerando um prejuízo imediato à aplicação.

2. No critério de Marcação pela Curva, o preço registrado do ativo em determinado momento normalmente não corresponde àquele praticado no mercado financeiro, aqui chamado de “justo”. Consequentemente, o valor da cota do fundo de investimento ou plano de benefícios não reflete o real valor naquele instante em caso de necessidade de venda dos ativos. De maneira similar, verificar-se-ia o mesmo problema no caso de aquisição de novos ativos idênticos aos existentes (que ocorreriam por valor diferente daquele registrado contabilmente), pois seriam comprados pelo preço de mercado (“justo”) e não pelo preço registrado. Dessa forma, a aquisição ou resgate de cotas se daria por quantidade divergente daquela que correta calculada a partir do preço “justo” do ativo, tendo com consequência a transferência de renda (lucro ou prejuízo, seja medido em valor financeiro ou em quantidade de cotas) entre cotistas (no caso dos fundos de investimento) ou participantes (fundos de pensão).

3. <http://www.capecf.com.br/site/educacaointerna.aspx?id=730>

siderando as características específicas de cada plano, desde que, na Marcação pela Curva, seja comprovada a capacidade de manutenção desses títulos até o seu vencimento, respeitados os compromissos financeiros do plano.

Usualmente, os planos de Benefício Definido (BD) costumam marcar seus ativos de renda fixa pela curva (MTC), enquanto os planos de Contribuição Definida (CD) normalmente utilizam o critério de Marcação a Mercado. No caso dos planos de Contribuição Variável (CV), há um critério misto com a utilização de MTM durante o período de acumulação (parte CD do plano) e de MTC quando do pagamento de benefícios (parte BD do plano)^{4,5}.

É importante ressaltar que esta discussão sobre os critérios de marcação por parte dos fundos de pensão é antiga e não há consenso ou determinação específica, embora um dos principais argumentos utilizados para a utilização do critério de Marcação pela Curva seja

a vantagem de se reduzir (ou mesmo eliminar) a volatilidade nos resultados alcançados. O contraponto primordial diz respeito à transferência de riqueza entre participantes ao se adotar tal critério. “Estudos mostram claramente a inadequação da marcação na curva em planos CD, que têm vários cotistas com aportes e resgates em momentos distintos e devem, portanto, optar pela marcação a mercado”⁶.

Passando a análise para a ótica do tomador, chega-se a constatações semelhantes, visto que os critérios de contabilização são os mesmos, ficando a cargo das partes definir qual a metodologia a ser adotada (o Tesouro Nacional contabiliza sua dívida em títulos pelo critério MTC⁷ enquanto os investidores destes títulos utilizam tanto MTC quanto MTM).

Entretanto, há um detalhe fundamental no caso de empréstimos concedidos para pessoas físicas e jurídicas por parte de instituições financeiras (bancos, cooperativas de crédito, so-

4. Definições da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC (<http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/sobre-o-setor-1>):

- *Plano BD*: “Neste tipo de plano, o valor do benefício do participante é decidido no momento de sua adesão e suas contribuições vão variar à medida de sua vida de trabalho para alcançarem o valor estipulado inicialmente”.

- *Plano CD*: “Neste tipo de plano, decide-se o tamanho da contribuição a ser efetuada ao plano, e o benefício do participante é definido no momento da aposentadoria, com base no montante de recursos que o participante tenha contribuído durante o período que trabalhou”.

- *Plano CV*: “Nesta classificação entram aqueles planos que tem presentes características de ambos os tipos de planos citados acima. Trata-se de uma mistura entre contribuição e benefício definidos”.

5. Embora tenhamos relatado o que usualmente é adotado como critérios pelos gestores dos fundos de pensão, há casos de planos BD marcando a mercado e de planos CD marcando os ativos pela curva do título.

6. “Investimentos: um debate cada vez mais relevante”. Texto publicado no Diário dos Fundos de Pensão em 2/jun/2016 (<http://diario.abrapp.org.br/Paginas/Detalhes.aspx?nId=39168>)

7. Porém, quando ocorre um resgate antecipado da dívida, a liquidação financeira ocorre pelo preço calculado pelo critério MTM e há um ajuste contábil necessário decorrente da diferença verificada entre o preço calculado via MTC (registrado na contabilidade do Tesouro Nacional) e MTM.

8. Neste rol não se encontram os títulos de renda fixa emitidos por pessoas jurídicas (debêntures, por exemplo) adquiridos pelos bancos.

iedades de crédito imobiliário)⁸, pois nestes casos o usual é que o critério de apuração do saldo devedor do empréstimo seja sempre utilizando a Marcação pela Curva, além de ser possível a quitação desta dívida, por parte do tomador, pelo saldo devedor calculado por esta metodologia.

Elaborando um pouco mais esta questão dos empréstimos concedidos por instituições financeiras a pessoas físicas e jurídicas, chega-se a um ponto bastante interessante: o devedor pode quitar a dívida a qualquer momento (salvo cláusulas de vedação específicas em contrato) e o faz pelo saldo devedor, calculado pelo critério de Marcação pela Curva. Esta metodologia adotada pelas instituições financeiras é bastante intuitiva e de fácil entendimento por parte do tomador de recursos, não gerando questionamentos. Daí a sua aplicação generalizada.

Porém, sabe-se que tal critério não garante que o valor daquele contrato espelha o montante “justo” a qualquer momento, pois este somente é possível de se obter por MTM (a menos que a taxa de desconto do critério MTM seja idêntica à taxa de juros do contrato original). Dessa forma, sempre que a taxa de juros se encontrar abaixo do valor da taxa original do contrato seria possível para o tomador quitar o empréstimo e obter um novo financiamento com taxas mais atrativas⁹. Porém, quando o inverso ocorre (taxas de juros acima da verificada no contrato original), o credor não pode solicitar a quitação antecipada do empréstimo. Ou seja,

há uma assimetria de condições entre tomadores e credores nestes casos.

Na prática, é como se houvesse uma opção de compra (*call option*) concedida ao tomador contra o credor, que poderia ser exercida a qualquer momento que lhe fosse favorável. E, como não há “almoço grátis”, esta opção de compra tem um custo, que está embutido nas taxas de juros do empréstimo. Assim, embora praticamente ninguém se dê conta, sempre que um empréstimo é concedido com a possibilidade de quitação antecipada da dívida pelo saldo devedor, as taxas de juros praticadas são superiores àquelas que ocorreriam caso a quitação ocorresse pelo “valor de mercado” da dívida (o que acontece no caso dos títulos de renda fixa).

Analisando o caso sob ângulo alternativo, temos que, quando da assinatura do contrato, tanto o tomador do recurso quanto o financiador (investidor) têm a expectativa de que o mesmo será levado até o vencimento, gerando para o investidor o rendimento contratado. Porém, caso o contrato seja encerrado antes do prazo final por conta de eventual queda nas taxas de juros, o recurso recebido pelo financiador será reinvestido, porém gerando um retorno inferior àquele inicialmente pactuado, enquanto para o tomador haverá um benefício na mesma proporção. E isso existe apenas quando da utilização do critério da Marcação pela Curva.

Voltando agora ao conceito de juro, remuneração do dinheiro no tempo, pode-se perceber que o critério mais “justo” para o cálculo da dívida também

9. Descontando-se os custos de transação eventualmente envolvidos nas operações.

seria a Marcação a Mercado, pois a qualquer momento seria possível calcular o valor do contrato a partir das oscilações verificadas nas condições econômicas, o qual não geraria possibilidade de arbitragens para o tomador, além de se reduzir o custo do empréstimo tendo em vista a não existência da “opção de compra” embutida no contrato.

Entretanto, como explicar a um determinado tomador que, em determinados casos, quando as taxas de juros de mercado forem inferiores à taxa originalmente contratada, o valor de quitação do empréstimo dar-se-ia por montante superior ao do saldo devedor (nos moldes atuais calculado pelo MTC)¹⁰? A resposta está na educação financeira.

Regra geral, as pessoas entendem o conceito de variação no preço dos bens. Há inúmeros exemplos no dia a dia, e não apenas no mercado financeiro. O preço dos alimentos é bastante suscetível às condições climáticas, períodos de safra e entressafra. No lado dos ativos financeiros, as pessoas com um mínimo de conhecimento sabem das oscilações verificadas nas bolsas de valores e no preço do dólar (taxa de câmbio).

Porém, quando se trata de um instrumento de renda fixa, o entendimento se extingue. Talvez seja por conta da própria nomenclatura “renda fixa”, que induz o leigo a achar que algo que é fixo

não pode apresentar variação negativa, argumento obviamente falso.

Deve-se levar em conta que o termo “renda fixa” (*fixed income*) tem origem nos contratos que estabelecem pagamento periódico de juros prefixados (gerando um fluxo constante e regular entendido como sendo uma renda fixa) e amortização apenas no vencimento¹¹. Mas isso nunca significou que o preço do contrato não pudesse variar com o tempo, apenas que o fluxo de pagamento (passado e futuro) era constante.

Nesse sentido, para aqueles que têm um conhecimento mínimo de matemática financeira e de economia ou finanças, é mais natural capturar a real noção do que significa um ativo de renda fixa e suas flutuações de preço ao longo do período de vida do mesmo. E o entendimento do funcionamento do mercado de renda fixa em particular¹², e do mercado financeiro em geral, é de fundamental importância para a boa educação financeira e, por conseguinte, da educação previdenciária.

E a partir do entendimento dos conceitos e do funcionamento dos diversos segmentos dos mercados financeiros fica menos traumática a discussão de maneira mais profunda acerca de qual o nível de apetite a risco dos investidores (participantes para o caso específico dos fundos de pensão) e as melhores estratégias de investimentos a partir das alternativas

10. Deve-se ressaltar que a quitação de um contrato por valor superior ao saldo devedor (quitação com ágio) é absolutamente comum no mercado financeiro e ocorre quando o emissor da dívida efetua o resgate antecipado pelo valor de mercado do título, sendo que a taxa de rendimento do mesmo naquele momento é inferior à taxa de juros quando da emissão do título.

11. Tal característica é comumente conhecida nos mercados internacionais como “*Plain Vanilla*”, o qual não contempla uma tradução exata para o português.

12. Tendo em vista que os ativos de renda fixa se constituem no principal objeto de investimento por parte dos investidores institucionais, sendo ainda que os títulos públicos formam a espinha dorsal deste segmento.

vigentes e que estejam em linha com o nível de risco a ser assumido, sem a necessidade da utilização do subterfúgio da Marcação pela Curva com o intuito apenas de se reduzir a volatilidade de determinada aplicação financeira.

Em virtude do exposto, fica cada vez mais evidente a necessidade de se aprofundar ainda mais a promoção da educação financeira e previdenciária para a população em geral e para os participantes dos fundos de pensão em particular. Somente a partir daí será possível aos gestores adotarem as estratégias mais eficientes de investimentos sob o ponto de vista de risco e retorno associados com o objetivo primordial de garantir o melhor benefício previdenciário aos participantes, principalmente nesse novo cenário

em que os planos de Contribuição Definida e de Contribuição Variável têm adquirido relevância cada vez maior dentro do sistema. ■

* **Ronnie Gonzaga Tavares** é servidor público de carreira da Secretaria do Tesouro Nacional desde 1996, com passagem pela iniciativa privada nas tesourarias do Banco Bradesco BBI e do Banco Bradesco entre 2007 e 2010. Graduado em Administração pela Universidade de Brasília (UnB), com especialização em Matemática pela UnB, MBA em Gestão da Dívida Pública pela Fundação Getúlio Vargas (FGV/DF) e Mestrado em Gestão Econômica de Negócios pela UnB. Possui Certificação do ICSS, com ênfase em investimentos, e Certificação CPA 20 da ANBIMA. Atualmente é o Diretor de Investimentos da Funpresp-Jud.