

## DIAGNÓSTICO DA AMEC PROPÕE AVANÇOS NA GOVERNANÇA DO MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO



A criação da CCP foi um avanço muito importante porque, pela primeira vez, estruturamos um fórum com gestores de crédito de casas muito diferentes, com realidades e dores distintas, para discutir sistematicamente os desafios do mercado

Fayga Delbem



O mercado de crédito privado brasileiro vive uma fase de expansão acelerada, mas também de desafios estruturais. Apesar dos avanços recentes propostos pela Resolução CVM 175 e a atualização das regras de ofertas, ainda há uma distância significativa entre a governança do mercado acionário e a do mercado de dívida. Para endereçar essas assimetrias, a Amec estruturou, entre 2023 e 2024, a Comissão de Crédito Privado (CCP), reunindo gestores de diferentes perfis em um fórum permanente de debates. O resultado dessa iniciativa foi a elaboração de um diagnóstico, que traz os principais pontos de aprimoramento desse mercado, documento lançado no evento “49º aniversário da CVM: Um Mercado de Capitais Aberto”, no dia 10 de dezembro, no Rio de Janeiro.

Ao consolidar as discussões e sugestões de participantes do mercado, a Amec apresentou à CVM uma agenda estruturada de sugestões, indicando tanto ajustes normativos quanto a necessidade de difusão de boas práticas de mercado. O diagnóstico elaborado pela Amec aponta para três frentes essenciais de evolução da governança do mercado de dívida corporativa, que são aperfeiçoamentos na transparência, em assembleias de credores, além de medidas de mitigação do conflito de interesses. São temas que, além de estruturais, revelam obstáculos concretos enfrentados diariamente por investidores e gestores.

À frente da coordenação da CCP da Amec, Fayga Czerniakowski Delbem, sócia e superintendente de crédito core da Itaú Asset, conta os bastidores do processo e quais foram as principais conclusões e propostas lançadas no documento, em entrevista a seguir.

### A AMEC CONSOLIDOU SUA ATUAÇÃO NO MERCADO DE CRÉDITO COM A CRIAÇÃO DA COMISSÃO DE CRÉDITO PRIVADO (CCP) ENTRE 2023 E 2024. COMO AVALIA A ATUAÇÃO DA CCP E SUA IMPORTÂNCIA PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CRÉDITO?

A criação da CCP foi um avanço muito importante porque, pela primeira vez, estruturamos um fórum com gestores de crédito de casas muito diferentes, com realidades e dores distintas, para discutir sistematicamente os desafios do mercado. Desde o início, definimos três pilares, que são a transparência, o conflitos de interesse e assembleias no crédito privado, que se tornaram o eixo de todas as discussões. Mas, antes de entrar nas conclusões, é fundamental olhar para o “filme” do mercado de crédito.

É um mercado que evoluiu de forma impressionante nos últimos 15 anos. Antes ele era extremamente concentrado, praticamente restrito a grandes bancos, com pouca diversidade de emissores e um mercado secundário quase inexistente. Quem comprava um título precisava carregar até o vencimento. Hoje a realidade é outra: há muito mais emissores, mais investidores, liquidez maior e um dinamismo que exige, naturalmente, evolução regulatória e de governança. Ao longo do processo, observamos mercados mais maduros, especialmente o de renda variável, para aprender com a experiência e evitar que o mercado de crédito precise passar pelas mesmas dores para chegar ao patamar atual.

Por isso, sempre reforço: estamos partindo de um mercado que cresceu muito e agora exige evoluções proporcionais à sua maturidade.

**UM DOS RESULTADOS FOI A ELABORAÇÃO DO DIAGNÓSTICO DA AMEC, QUE ABORDA A NECESSIDADE DE APRIMORAMENTOS DE GOVERNANÇA NO MERCADO DE DÍVIDA BRASILEIRO. NA SUA OPINIÃO, QUE TIPO DE EVOLUÇÃO NESSE MERCADO É URGENTE PARA OS INVESTIDORES?**

É preciso priorizar o que traz impacto direto aos cotistas. Quando analisamos o diagnóstico, é claro que os três pilares estabelecidos são centrais, mas olhando para o momento macroeconômico atual, o tema das assembleias de credores ganha uma prioridade especial. Estamos em um ambiente de juros mais altos e isso pressiona algumas companhias. É natural que, nesses ciclos, aumentem as renegociações de dívidas em assembleias. E para que esses processos ocorram com segurança e fluidez, precisamos reduzir ruídos, garantir simetria de informações, assegurar representatividade e fortalecer os quóruns. Uma assembleia mal estruturada pode gerar impactos grandes tanto para o emissor quanto para os credores.

Ao mesmo tempo, transparência é outro eixo urgente. Hoje o investidor não sabe quem são os principais holders de uma emissão de dívida. As carteiras de fundos só são divulgadas com 90 dias de defasagem, e não há nenhuma ferramenta que permita identificar outros investidores relevantes — tesourarias, institucionais, pessoas físicas com posições grandes. É preciso transparência porque isso afeta a dinâmica de negociação, a precificação e, especialmente, a capacidade de organizar assembleias. No mercado acionário, essa informação é pública e consolidada; no de dívida, ela simplesmente não existe.

E temos, claro, os conflitos de interesse, que fazem parte da complexidade crescente do mercado. As relações entre prestadores de serviço, ofertantes e emissores precisam ser identificadas e tratadas de forma transparente para que cada investidor possa fazer seu próprio julgamento, em relação a potenciais conflitos de interesse. É uma evolução natural, mas urgente.



**Fayga Czerniakowski Delbem**  
Sócia e superintendente de crédito  
core da Itaú Asset Management

## ESSAS QUESTÕES PRECISAM SER ENDEREÇADAS APENAS VIA REGULAÇÃO OU TAMBÉM POR MEIO DA DIFUSÃO DE BOAS PRÁTICAS?

Há temas que realmente dependem de ajustes regulatórios, mas há outros que podem e devem evoluir por meio de manual de boas práticas. Muitas vezes, a regulação é necessária para criar um mínimo padrão obrigatório, especialmente em temas que exigem simetria entre emissores de tamanhos diferentes, como companhias abertas e fechadas.

Por outro lado, há aspectos que ganham agilidade e eficácia quando tratados como boas práticas. A ideia é justamente combinar os dois instrumentos: regulação quando essencial, boas práticas quando eficazes.

## E EXISTE UMA ANALOGIA POSSÍVEL ENTRE O MERCADO DE CRÉDITO E O MERCADO ACIONÁRIO NO QUE DIZ RESPEITO A BOAS PRÁTICAS?

Sim, e ela é muito clara. No mercado acionário, a rotina de divulgação é consolidada: fatos relevantes, assembleias bem documentadas, histórico organizado, área de Relações com Investidores (RI). No mercado de crédito, trabalhamos com empresas abertas e fechadas – e muitas fechadas não têm essa estrutura. Nossa missão tem sido mostrar a importância desse tipo de informação e transparência.

O caso das assembleias ilustra bem isso. No equity, você entra no site de RI e tudo está lá, de forma organizada. No mercado de crédito, o investidor precisa descobrir primeiro quem é o agente fiduciário – que pode ser um ou cinco, dependendo da operação. Depois, o investidor precisa acessar o site de cada agente fiduciário, procurar pelo ticker da operação para encontrar o documento, e nem sempre há lugar consolidado. Se tiver cinco agentes fiduciários, tem que buscar a ata da assembleia de credores em cada um deles. São avanços que parecem pequenos, mas na fluidez do processo de crédito são importantes para o desenvolvimento e maior profundidade desse mercado.

## O DIAGNÓSTICO DA AMEC FOI RESULTADO DE UM PROCESSO INTENSO DE DISCUSSÕES INTERNAS, CONTANDO COM A PARTICIPAÇÃO DE DIVERSOS ASSOCIADOS E CONVIDADOS. PODERIA DESCREVER O CLIMA E O ESPÍRITO DESSES DEBATES NA CCP. HOUVE MUITA DIVERSIDADE DE OPINIÕES?

Sim, tivemos a participação de assets independentes, assets ligadas a bancos grandes, casas nichadas e gestoras com carteiras extremamente pulverizadas. Cada uma tinha uma dor diferente. E isso foi o mais rico: um caso que é simples para uma grande gestora pode ser impossível para uma gestora com posições majoritariamente pulverizadas em pessoa física.

Um exemplo claro do benefício da diversidade de um grupo foi a discussão sobre a necessidade de um fundo de reserva para contratação de escritório de advocacia, em uma situação de Recuperação Judicial. Se uma gestora compra 100% de uma debênture, ela mesma contrata o advogado. Mas para gestoras que operam posições altamente pulverizadas e no qual grande parte da oferta está distribuída na pessoa física, isso é inviável, pois ninguém sozinho consegue reunir os recursos. A assimetria é completa. Reunir essas visões no mesmo fórum fez toda a diferença.

O clima foi extremamente construtivo. Mais do que concorrentes, ali estavam players que sabem que um mercado mais organizado beneficia a todos. Criamos três subgrupos para cada pilar, avançamos muito e, nos casos práticos, fizemos discussões conjuntas. Foi um processo de aprendizado coletivo.

## **O DIAGNÓSTICO DA AMEC DIFERENCIANDO BEM O QUE PODE SER ENDEREÇADO PELA REGULAÇÃO E O QUE PODE SER RESOLVIDO COM A DIFUSÃO DE BOAS PRÁTICAS? PODE MENCIONAR EXEMPLOS?**

Sim. No final de cada tema, indicamos se estamos propondo ajustes regulatórios ou boas práticas. Em muitos casos, em ambos. Por exemplo, em relação à transparência no mercado secundário, levamos sugestões de ajuste na regulamentação e também em manual de boas práticas. Quando se trata de gestão de conflitos de interesses relacionados a garantias, vis a vis instituições ofertantes ou participantes do mercado, sugerimos medidas de boas práticas.

No que se trata de transparência em materiais publicitários, a recomendação é claramente regulatória. Os aperfeiçoamentos em assembleias exigem ajustes que devem ser realizados pela regulação. O diagnóstico da Amec foi o primeiro passo e, a partir disso, a ideia é construir um manual para consolidar os padrões. É importante que boas práticas e regulação caminhem juntas, porque uma fortalece a outra. O objetivo final é garantir um mercado mais organizado, transparente e seguro para todos os participantes.



**Fábio Coelho**  
Editor e Presidente da Amec

Conheça outros conteúdos da Amec e acompanhe  
nossas redes sociais: