



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



ABRIL 2023

RESENHA MENSAL DE
CRÉDITO PRIVADO

Resenha mensal de Crédito Privado – abril de 2023

Neste mês, além de apresentar o desempenho do Pulsar e de nossa visão de mercado, vamos variar um pouco sobre o tema “instituições financeiras”, tão presente em março.

Terá passado uma temporada na Lua quem disser que no mês passado não ouviu falar das quebras dos norte-americanos SVB (Silicon Valley Bank) e Signature Bank e da solução rápida encontrada pelo regulador suíço para a crítica situação do Credit Suisse – a sua compra pelo rival UBS. Os dois primeiros, importantes como sejam, tinham um alcance mais regional; já o suíço é (era) um banco sistemicamente importante, e uma eventual quebra não aconteceria sem que o mundo sentisse um certo abalo (para ser otimista).

No caso do SVB, até quem há décadas assiste crises bancárias vê alarmado a brandura da regulação a que bancos regionais estão submetidos nos EUA, ainda mais numa realidade pós-2008 — e só porque falamos nisso: desde já fica aqui ressaltado que o momento atual não tem com aquela época qualquer semelhança mais profunda do que o fato de envolver bancos.

Vimos no episódio SVB um encontro clássico entre concentração de depositantes e descasamento de ativos e passivos. Os ativos, embora líquidos (as Treasuries norte-americanas ostentam o pomposo título de mais líquidos e negociados do mundo) não estavam marcados a mercado, como lhes era permitido — pois seriam (a princípio) mantidos até o vencimento. Ou seja: no balanço do banco, o valor contábil da aquisição era muito maior que o negociado no mercado. Caso fosse obrigado a vender, o SVB realizaria prejuízo, o que afetaria seus resultados.

Desconfiados da solidez financeira do SVB, depositantes correram para os resgates, e o banco se viu obrigado a se desfazer desses títulos antes do vencimento. E aí vem o nó: os títulos comprados nos anos de juros perto de 0% e que agora, no momento da venda, estavam em patamares bem superiores (aí entre 4% ou 5%) valiam, a preços de mercado, muito menos. Lembremos que remuneração e valor de face desses papéis seguem sentidos inversos: quanto mais altos os juros precificados pelo mercado, menor o valor é.

Pois bem: esses papéis, no momento da venda, tinham valor de mercado bem inferior ao contábil, gerando perdas significativas. Assim, não havia como atender todos os pedidos de resgate — que não paravam de chegar.

Vamos agora, então, fabular um pouco com essa pequena narrativa como tema central. Dela, podemos desenvolver alguns conceitos importantes sobre análise de crédito de instituições financeiras.

No fim das contas, com receio de contágio em diversos setores da economia, o FDIC (o equivalente nos EUA ao nosso Fundo Garantidor de Crédito) achou melhor garantir que todo depositante teria de volta tudo que tivesse lá depositado (e não apenas o teto legal de US\$ 250 mil). Neste ponto da narrativa entra um conceito que desde 2008 (e de novo: os contextos são completamente outros) frequenta o discurso financeiro: “*moral hazard*” (“risco moral”, em tradução livre). Trata-se da situação em que agentes econômicos não sofrem as consequências das más decisões que eles mesmos livremente tomaram.

Agora, pense só: se o FDIC resolve passar por cima da legislação — que diz para devolver US\$ 250 mil por depositante, não mais — e garante a totalidade dos depósitos para os casos específicos desses dois bancos regionais, por que não fariam isso de novo?



Os depositantes, por óbvio, devem ter aberto o champanhe diante dessa solução. Mas isso, no final, não tem um efeito perverso? Não fica aí uma prerrogativa perigosa? Como o FDIC explicaria a alguém que viesse a estar nessa situação no futuro que, tendo “dado um jeitinho” antes, não o daria de novo? Em suma: de que valeria a regra? E o que impediria os mais propensos a tomar risco de colocar o sistema como um todo em xeque a cada volta, se no fim viesse com certeza uma “passada de pano” do FDIC?

Certamente não foi uma decisão fácil para o FDIC e para o Fed (BC dos EUA) — que, ao injetar mais liquidez no sistema, trabalhou inclusive contra si mesmo: a autoridade monetária vem travando uma batalha morro acima contra a inflação. Mas foi a decisão possível naquele momento — sobretudo para conter o risco de contágio e propagação de uma crise bancária, com forte impacto na economia real. Foi eficiente, cumpriu o objetivo maior — mas veja o tamanho do risco moral!

A história ensina: não ter feito algo pelo tradicional banco Lehmann Brothers em 2008 jogou o mundo numa crise de proporções bíblicas, que nunca chegou a um fim claro e definido. Cachorro mordido por cobra tem medo de linguíça, diz o ditado. Mas a espada de Dâmocles do risco moral continua a pender por um fio sobre as cabeças de todos nós.

Na Europa, o regulador suíço trouxe uma solução de mercado — sempre é melhor não onerar o Fisco (leia-se: colocar a mão no bolso dos contribuintes) e agir com rapidez. Mas a solução para o Credit Suisse não foi à prova de tropeços: 100% dos € 17 bilhões em títulos AT1s (Capital Adicional nível 1) do banco foram perdidos. Esses são papéis subordinados, considerados capitais para fins regulatórios, mas, na estrutura de capital, ranqueiam seniores ao *equity* — ao capital do acionista. Se o UBS pagou em francos suíços o equivalente a US\$ 3,25 bilhões aos acionistas do Credit Suisse, o *equity* teve algum valor. Então fica a pergunta, muito justa e que ainda vai dar muito pano para a manga: por que os detentores de títulos AT1s tiveram 100% de perda se o valor de algo mais júnior na estrutura de capital não caiu a zero? E os AT1s de outras instituições europeias, como devem ser precificadas a partir disso? Temos aqui assunto de sobra para um artigo futuro, aguardem.

Mas o mercado financeiro oferece algum mecanismo de proteção contra a falência de grandes instituições? Aqui introduzimos aos nossos leitores o conceito do CDS (*Credit Default Swaps*). De modo bastante simplificado, são um seguro contra um evento de perda de crédito. Os CDS podem ser referenciados a bancos, grandes empresas ou até a governos soberanos, e são muito utilizados para monitorar risco. Se o CDS de uma instituição aumenta, significa que investidores estão comprando proteção contra o risco de *default* (inadimplência) dela. Vejam abaixo a evolução recente do CDS do Credit Suisse Group AG e a reação no decorrer de março, antes e após a compra pelo UBS. Os gráficos deixam claro que os investidores institucionais buscavam proteção contra um iminente evento de crédito.





Nesse contexto, onde estão Brasil e América Latina? Nossas instituições financeiras correm esse risco?

Olhando as instituições (principalmente as grandes), o que vemos é um sistema financeiro (brasileiro e latino-americano) bastante sólido e regulado, com excelente gestão de ativos e passivos. Regulação e supervisão são muito ativas e presentes no dia-a-dia das instituições financeiras. Além disso, diferentemente do que ocorreu nos bancos regionais norte-americanos, as grandes instituições financeiras latino-americanas têm uma base de depósitos bem pulverizada. A história mostra que os grandes bancos brasileiros e latino-americanos, em momentos de *stress*, se beneficiam do efeito “*flight to quality*” (“corrida para a qualidade”, em tradução livre) — depositantes que correm para instituições robustas, de indubitável solidez. Trata-se de um grande diferencial dos grandes bancos abaixo do Rio Grande (uma espécie de fronteira natural entre EUA e México).

Vale mencionar, porém, que o mercado brasileiro (e aqui as instituições financeiras são todas reguladas!) não passou imune a eventos de crédito. Recentemente duas tiveram liquidação extrajudicial decretada pelo Banco Central: a BRK SA — Crédito, Financiamento e Investimento; e a Portocred SA — Crédito, Financiamento e Investimento. Fica aqui nosso alerta a investidores inexperientes que caçam altas taxas de remuneração nas plataformas digitais. Lembrem-se da relação risco-retorno e considerem a possibilidade de diversificar e investir com equipes de gestão profissionalizadas e experientes — o que foi assunto de nossa Resenha de março. Ainda que contem com coberturas de até R\$ 250 mil por CPF pelo FGC (Fundo Garantidor de Crédito), a “rentabilidade extra” nesses papéis quando ocorre um evento de crédito acaba não existindo, devido ao tempo que decorre entre a falência da instituição e o efetivo ressarcimento. Todo cuidado é pouco.

Analisar instituições financeiras é muito mais complexo do que parece. Não é uma piora na qualidade da carteira de crédito, um aumento da provisão para devedores duvidosos ou o prejuízo em um dado ciclo econômico que quebram um banco. A falência quase sempre é a consequência de uma súbita crise de confiança que vira um estouro de boiada atrás de saques e resgates, levando a um grave problema de liquidez.

Vejam: quando se puxa o “fio da meada”, essa crise de confiança tem, não raro, raízes múltiplas: estratégia equivocada; crescimento agressivo, falhas de governança; gestão inapropriada de risco — a lista não caberia aqui. O desafio, e é aqui que a diferença entre profissionais e não profissionais se revela em toda a sua apoteose, está em analisar



demonstrações financeiras dos bancos e o dinamismo de sua atividade. É muito mais complexo e distinto de se analisar uma empresa em que muitas vezes a deterioração das métricas fica evidente de trimestre a trimestre. Uma instituição financeira pode quebrar do dia para a noite. Apenas para ilustrar: o filme “*Margin Call*” (2011) ganhou em português um subtítulo muito interessante: “O Dia Antes do Fim”. Os executivos passam a madrugada em reunião, e a instituição (o filme é de ficção, mas a óbvia referência é o Lehmann Brothers, quebrado em 2008), que no dia anterior estava operando normalmente, amanhece falida.

Mais uma vez realçamos: para alocação de crédito em instituições financeiras é formada a partir de governança; estratégia; gerenciamento de risco; diversificação e pulverização de fontes de captação; e fortes acionistas com vontade, capacidade e evidência histórica de suporte à instituição.

Em relação ao nosso mercado de crédito privado: vivemos mais um mês daqueles em que a oportunidade de alocação na classe de ativos já se revela, mas ainda disputa espaço com a aversão a risco traduzida nos resgates em fundos de investimento. Essa aversão continua também a marcar os preços dos papéis para baixo e as taxas de remuneração para cima (estas, aliás, ficaram ainda mais atrativas com a ampliação dos prêmios de risco de crédito).

Em março, a Anbima mostrou captação líquida negativa de R\$ 30 bilhões na categoria Renda Fixa, revertendo o acumulado até março para R\$ 12 bilhões negativos. Um fator a nos deixar otimistas em relação aos meses anteriores é o comportamento que temos visto no mercado primário de crédito: o fato de este ter voltado e estar presente é muito favorável, mesmo que seja muito aquém das emissões recordes de anos anteriores. É salutar ver boas empresas de setores resilientes (rodovias, saneamento e elétricas, por exemplo) encontrando espaço no mercado para emitir, mesmo com prazos mais curtos e mais prêmio (o que, convenhamos, é muito bom para o investidor).

O mercado secundário, por sua vez, está funcional — o que é importantíssimo. Podemos afirmar que já se percebe *spreads* mais estáveis (e em níveis mais elevados), mas não são raros emissores de elevada qualidade creditícia negociando a taxas abaixo da marcação Anbima. É sinal de que o mercado começa a se acomodar, a retomar normalidade — e mostra também diferenciação e seletividade em relação aos bons riscos de crédito.

Cabe ressaltar também o desenvolvimento e crescimento desse mercado nos últimos anos: atualmente, a média negociada por dia varia perto de R\$ 1 bilhão. Esse crescimento reflete o surgimento de novas gestoras independentes, o fenômeno das plataformas digitais — com maior participação de pessoas físicas —, fundos multimercados que hoje têm *book* de crédito privado, além das tesourarias de grandes bancos que costumam ser ativas e aproveitar barganhas do mercado secundário de crédito privado. Tais bancos, diga-se, muitas vezes, por fatores técnicos de mercado, oferecem oportunidades e prêmios que eles mesmos não obteriam ao conceder empréstimo para o mesmo emissor. E este é justamente o ponto em que estão as debentures do mundo “*high-grade*”.

Em março, o Pulsar, embora tenha tido captação líquida positiva, teve desempenho afetado por resgates e sofreu com as pressões advindas das vendas e consequentes aberturas dos *spreads* de crédito. Seguimos com a estratégia de diversificar risco e agregar bons ativos de crédito oferecidos no mercado secundário. Dessa forma, o mês passado encerrou com 49 ativos em carteira, de 45 emissores diferentes. O Pulsar encontra-se bem diversificado por setor, sendo o bancário o mais representativo (16% de exposição). Aproveitamos uma vez mais para aumentar a posição, pois o setor ofereceu excelente oportunidade de alocação nos bancos mais sólidos



do país. O rating médio br.AA+ da carteira, o *duration* de 3,2 anos e o carregamento de CDI+ 2,2% a.a. (equivalente a 116% do CDI) evidenciam a qualidade do nosso portfólio e o interessante retorno potencial do Trígono Pulsar — lembrando que atuamos no segmento de maior liquidez e melhor qualidade creditícia (os chamados créditos “*high-grades*”), que é exatamente onde queremos estar neste momento desafiador!

Até maio — e aproveitem os miniferiados de abril!

Equipe de Crédito Privado da Trígono Capital

Werner Roger, Sócio-Fundador & CIO Trígono Capital

Marcelo Antonio Tramontina Peixoto, CGA — Sócio e Gestor de Crédito Privado

Thaís Abdala — Analista de Crédito

Rômulo Bredt, CGA, CNPI — Analista de Crédito

Conheça o TRÍGONO PULSAR BLEND, o 1º fundo de Crédito Privado da Trígono Capital.

Lâmina do TRÍGONO PULSAR BLEND, o 1º fundo de Crédito Privado da Trígono Capital.





TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

AV. DR. CHUCRI ZAIDAN, 1550 - 22º ANDAR - CONJ. 2206/2207
CHÁCARA SANTO ANTÔNIO - SÃO PAULO - SP CEP 04583-110