



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

AGOSTO 2023



Resenha Mensal de Crédito Privado – Julho de 2023

Caros amigos, investidores e parceiros da Trígono Capital,

Nesta edição vamos falar do primeiro aniversário do Pulsar, nosso fundo de crédito privado. Será uma retrospectiva desses 12 meses iniciais, mas também lançaremos um olhar sobre suas perspectivas, considerando uma recuperação no mercado de crédito local.

E vamos aproveitar a ocasião para convidar nossos distintos leitores a nos acompanharem nas redes sociais (àqueles que já o fazem, fica aqui o nosso muitíssimo obrigado). Por lá, temos mais conteúdos e informações – como, por exemplo, nosso canal, Trígono Connection, no YouTube (<https://www.youtube.com/@TrigonoCapital>), e nosso podcast, “TrígonoCast”, também no YouTube e ainda no Spotify. Também fica o convite para inscrever-se no nosso website (<https://trigonocapital.com/>), assim a nossa Newsletter, cheia de novidades e conteúdos, chega diretamente ao seu e-mail.

*

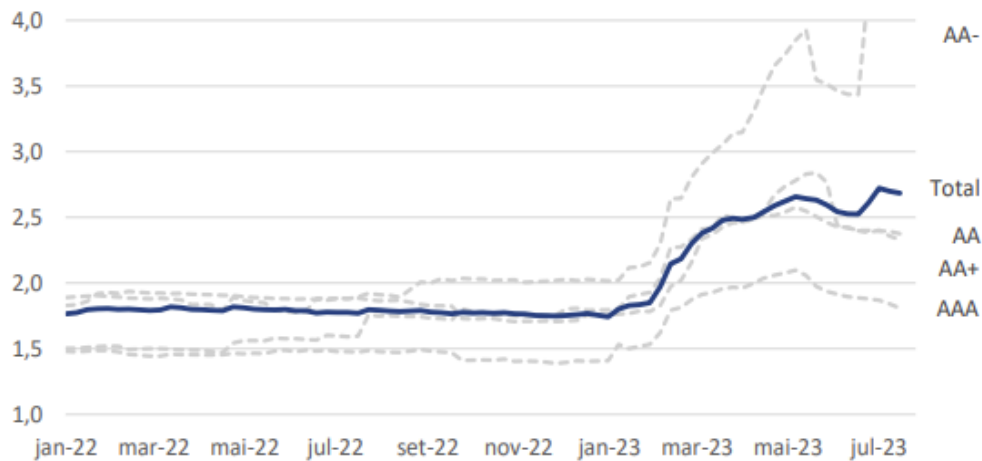
Bom, a conversa sobre o primeiro ano do Trígono Pulsar Blend terá de passar pelo turbulento começo de 2023 para o mercado de crédito. Mas vamos fazer um passeio antes por 2022.

No lançamento do Pulsar (30/06/2022), a Selic estava à beira dos 13,75% (que chegaria em 3 de agosto). Naquele momento, as empresas brasileiras, de forma geral, vinham de um forte processo de desalavancagem: os balanços estavam fortalecidos, a geração de caixa era robusta e, portanto, estavam preparadas para lidar com o combo Selic/inflação nas alturas.

Um ano depois, tendo os juros permanecido todo esse tempo no espaço, começam só agora uma lenta reentrada na atmosfera – o primeiro movimento para baixo veio no dia 2 deste mês, 0,5 ponto percentual. Foi muito bem recebido pelo mercado e deve começar a aliviar as empresas; o ritmo deverá ser esse ao longo do restante deste ano. Mais rápido que isso, só se muitas variáveis e a conjuntura internacional se alinharem de forma muito benéfica. Pelo sim, pelo não, as guardas da diligência de análise e do monitoramento do risco de crédito continuam erguidas, pois os desafios continuam.

O comportamento dos spreads de crédito ao longo do tempo foi muito interessante. Nosso mercado é bastante cíclico. Durante a pandemia os spreads sofreram ampliação relevante devido à falta de visibilidade e ao risco sistêmico, e a isso se seguiu um forte fechamento. Já em janeiro deste ano, após os eventos Americanas e Light, mais uma vez: grande volatilidade, intensificada por pesados resgates na indústria de fundos de investimento, o que gerou uma onda de vendas generalizadas, na qual os aspectos técnicos amplamente dominaram os fundamentos. O gráfico abaixo deixa isso muito claro – bem como a oportunidade que o mercado de crédito privado proporciona sobretudo em momentos de maior volatilidade, quando reações exacerbadas fazem com que os melhores riscos de crédito do país, bancos e empresas com melhor qualidade creditícia sejam negociados com prêmio relevante se vista a média histórica. Isso se traduz em ganhos de capital significativos nos períodos subsequentes.





Fonte: Monitor Local Crédito Corporativo Relatório Quinzenal Itaú BBA – 24/07/2023

De fato, em janeiro de 2023, o mercado secundário de debêntures ficou estressado, e muitos emissores, que até então tinham métricas de crédito confortáveis, foram pegos no furacão Americanas/Light; tiveram, assim, que contrair dívidas adicionais e mais caras para manter operações. Vimos isso em alguns *players* de varejo, setor duramente atingido por esses acontecimentos, e em algumas empresas de commodities cujos fluxos de caixa são mais sensíveis a variações de preços internacionais e ao câmbio.

Nesse cenário observamos um movimento de *flight to quality* nas emissões e na concessão de crédito – e também em nossas preferências para alocação. Até junho, apesar de em volume mais baixo, bons emissores tiveram disponibilidade de crédito e puderam, sim, emitir – no início, com prazos um pouco mais curtos que os convencionais e no novo patamar de taxa.

Mas, mesmo nessas condições excepcionais, o mercado nunca deixou de estar funcional. Não houve rupturas e, no secundário, a liquidez inclusive aumentou. No primário, as emissões foram aos poucos voltando à normalidade.

Olhando em retrospecto nossas escolhas para alocar recursos do Pulsar, tomamos a decisão estratégica de sermos muito seletivos e criteriosos em relação às emissões primárias e aos setores em que faríamos alocações. Sem dúvida, também as vendas generalizadas do mercado e uma decisão por manter posição elevada de caixa para fazer frente a resgates ajudaram muito num momento em que buscávamos diversificação da nossa carteira em um fundo novo.

Não abrimos mão da diversificação, e isso porque sabemos que uma carteira com nomes variados de diversos setores minimiza riscos e traz maiores oportunidades de rentabilidade para nossos investidores. No entanto, com tudo que se viu no início deste ano, passamos a olhar com mais cautela setores que pudessem estar mais vulneráveis e nos voltamos para setores resilientes, como instituições financeiras (com prêmios pela exposição a Americanas) – entre elas: bancos de primeira linha, com índices conservadores de capital e indicadores controlados de inadimplência, bancos de montadoras, com marcas consolidadas e carteira de empréstimos com garantias reais, e setores regulados e de serviços básicos para a população,



como saneamento, energia elétrica, rodovias. Vemos tais setores como dotados de características que trazem conforto em momentos de incerteza.

Mas, é claro, mesmo em setores habitualmente resilientes, há empresas de baixa qualidade de crédito. Por isso, a análise de crédito fundamentalista, criteriosa, com abordagem *bottom-up* seguida pelo monitoramento constante e periódico dos riscos será sempre prioridade máxima.

O começo do ano trouxe também uma mudança estrutural significativa no mercado de crédito: a marcação a mercado para pessoa física de títulos privados corporativos – debêntures, CRAs e CRIs. Essa mudança foi fortemente sentida no caso da Light: muitas pessoas físicas detêm seus títulos porque são isentas de IR e, com isso, viram seus ativos derreterem rapidamente, colocando assim em movimento o círculo vicioso retroalimentado de vendas e resgates.

Como se não bastasse, vieram de través ventos do ambiente macroeconômico, altos juros e constantes notícias na mídia de falências e recuperações judiciais – estas, pouco relevantes para os mercados, fazem a festa dos veículos de imprensa, que criam uma atmosfera de que o céu está caindo. Mas, pouco a pouco, esse clima de temor fica para trás e começamos a ver recuperação nos spreads, recuperação das emissões primárias, volta do apetite dos investidores e a mais que bem-vinda redução (ou um estancamento, ao menos) dos resgates. Passada a tempestade, é justo mencionar que vivemos, com duas empresas, eventos técnicos pontuais, e não algo estrutural, de impacto generalizado em operações e qualidade de crédito das demais (não obstante o efeito nefasto dos altos juros no fluxo de caixa das empresas).

Como pano de fundo da recuperação do mercado de crédito privado no Brasil, tivemos melhoras importantes em indicadores de inflação e de desempenho do PIB, e ainda certa resolução do governo em pautas principalmente do arcabouço fiscal.

Essa mistura de fatores resultou num acontecimento muito benfazejo, que deve estar servindo para muita gente no mercado dormir um pouco mais tranquilamente: mudanças positivas na nota de classificação de risco do Brasil.

Em junho, a agência S&P Global Ratings revisou a perspectiva da nota do Brasil de estável para positiva, reflexo da maior estabilidade das políticas fiscal e monetária, aliada ao crescimento contínuo do PIB. A expectativa da agência é que tais fatores podem conduzir a uma menor relação dívida/PIB e evidenciar um melhor alinhamento institucional; disso, poderia vir uma elevação de rating nos próximos 2 anos.

No final do mês passado foi a vez da agência Fitch Ratings – que foi além e elevou a nota do Brasil para ‘BB’ (antes, ‘BB-’), também apontando como razão para isso um desempenho econômico mais robusto, contas externas sólidas e melhor expectativa sobre contas públicas. Já abordamos isso na **Resenha** em outras oportunidades: esse movimento é muito benéfico para os emissores corporativos, porque melhoras no rating soberano “pegam” nos emissores do país – que, assim, conseguem emitir papéis em condições de taxa e prazo ainda mais favoráveis. Esse cenário deixa os mercados de capitais local e internacional mais atrativos, o que parece sugerir que uma recuperação mais profunda do mercado de crédito está por vir.

*

Feita a retrospectiva do que foi o primeiro ano do Trígono Pulsar, gostaríamos de dividir com nossos leitores um pouco do *backstage* da nossa área de crédito privado da Trígono Capital.



Nosso time de crédito é liderado por Marcelo Peixoto, sócio e gestor de crédito privado, com 27 anos de mercado e experiência no Brasil e na América Latina – a mais recente tendo sido na gestão de fundos de crédito corporativo latino-americanos na gestora do Banco Santander.

A equipe tem também com dois analistas seniores: Thais Abdala, que passou pela agência Standard & Poor's, onde fazia análises e atribuía notas de *rating*, e Rômulo Bredt, que atuava em análise de crédito e seleção de ativos no Private Banking do Banco Santander. E estamos para contratar mais um analista de crédito, com a perspectiva de crescimento e lançamento de fundos após a parceria comercial estratégica, anunciada em 30 de junho, com a BB Asset Management – maior gestora de fundos de investimento do Brasil (nada menos que R\$ 1,4 trilhão).

Com tantas experiências complementares, nosso time atua de maneira sinérgica: cada analista cobre determinados setores no Brasil e na América Latina. O gestor, por sua vez, é responsável por negociações no mercado secundário, interface com investidores institucionais e gestão da área de crédito privado.

A análise de crédito é realizada sempre que são identificadas oportunidades promissoras, seja no mercado primário, seja no secundário, e há revisão anual – ou sempre que são identificadas alterações relevantes no perfil de risco do emissor (ou ainda, quando solicitada pelo Comitê de Crédito Privado). Monitoramos também resultados das empresas e dos bancos em base trimestral a cada publicação – o que consideramos *input* fundamental para eventuais mudanças de opinião sobre determinada exposição do fundo.

Nossas análises de crédito privado englobam aspectos qualitativos e quantitativos do emissor e/ou fiador da operação, bem como análise das características da emissão e avaliação do nível mínimo de *spread* de crédito (prêmio mínimo pago a investidores pelo risco inerentes a instrumentos de crédito privado).

Entre os aspectos qualitativos avaliados estão:

- História da companhia;
- Acionistas;
- Características setoriais;
- Posicionamento competitivo;
- Posicionamento geográfico;
- Mercados de atuação;
- Efeitos de regulação nos mercados de atuação;
- Processos judiciais (mesmo investigações em que a empresa seja parte);
- Riscos provenientes dos fatores ESG (Ambiental, Social e Governança na sigla em inglês).

Já na avaliação quantitativa entram:

- Análise horizontal e vertical das demonstrações financeiras;
- Métricas históricas de estrutura de capital;
- Rentabilidade, liquidez e solvência;
- Projeção das demonstrações financeiras (a fim de verificar capacidade de pagamento e de honrar *covenants* financeiros – compromissos contratuais de proteção de credores contra deterioração relevante no perfil de crédito dos emissores).

Tudo isso avaliado, atribuímos um *rating* interno, com base em modelo de classificação proprietário, para determinar que nível de risco nosso time de crédito vê em cada empresa.



Para complementar a análise são consideradas condições de pagamento, prazo, garantias, cláusulas protetivas e outras particularidades de cada ativo de crédito.

Aprovados o risco de crédito e as condições da operação, é feito um estudo (com um sistema proprietário) para determinar a taxa mínima de remuneração exigida para cada prazo com base no *rating* interno.

As análises de crédito privado e das condições da emissão e o estudo de atratividade da remuneração são submetidos ao Comitê de Crédito Privado para que seja aprovado (ou não) o limite de exposição por fundo ao emissor. No comitê, todo o time de crédito privado participa e tem direito a voto (o eventual veto ficando a cargo de nosso CIO e sócio-fundador, Werner Roger). O Comitê ainda recebe semanalmente a análise e o acompanhamento da carteira de crédito e os monitoramentos dos créditos previamente aprovados.

Para otimizar a relação de risco e retorno, nosso time acompanha os resultados trimestrais de todas as empresas investidas, tem reuniões presenciais e virtuais frequentes com as diretorias das empresas e interage com frequência com as agências de rating. Sempre que é identificada alguma deterioração de crédito ou uma distinção relevante do cenário inicialmente projetado, faz-se uma análise extraordinária do crédito privado.

Para auxiliar na tomada de decisão, o time conta com ferramenta proprietária desenvolvida na plataforma PowerBI, da Microsoft. Além da ferramenta de valor relativo já mencionada antes, também são disponibilizadas: características das emissões, análise de valor relativo dos títulos do mercado local e latino-americano de crédito, variação de taxas e análises setoriais. Para auxiliar na gestão da carteira de ativos, o time conta com informações diárias sobre as principais métricas do fundo, como *duration*, taxa de carregamento, concentração por emissores, grupos econômicos e *ratings*, análises do histórico da cota, entre outros indicadores.

Entendemos que uma remuneração adequada aos investidores é função da robustez do processo de análise, da alocação e do monitoramento dos ativos e emissores. Por isso, nunca será demais ressaltar: é da maior relevância que o investidor busque gestores profissionais, com sólida experiência, para que tomem as decisões sobre alocação de seus recursos. O pior que um investidor pode fazer é investir de maneira independente.

*

Para finalizar a conversa deste mês, vamos falar um pouco do que foi o excelente mês que tivemos em termos de desempenho e perspectivas. O Trígono Pulsar rodou julho a 115% do CDI, beneficiando-se da continuada melhora no mercado de crédito privado, evidenciada pelo apetite do mercado por títulos no mercado secundário – e sem oferta suficiente no primário. Como resultado, os spreads de crédito na vasta maioria dos papéis de nosso portfólio tiveram fechamento expressivo. Sobre emissões primárias, participamos de modo muito criterioso e seletivo, e apenas quando vimos aquela belíssima simbiose: fundamentos de crédito robustos e excelente remuneração.

Sem deixar de fora que tivemos captação líquida positiva em R\$ 10 milhões no mês (bastante relevante para o tamanho do nosso fundo). Em relação à performance, o Pulsar teve valorização de 1,23%, ante 1,07% do CDI. As maiores contribuições vieram de: transporte e logística, energia elétrica e química e petroquímica.

Ao final do mês, estávamos diversificados em 70 títulos, com:



- Carrego de CDI + 1,70% a.a. (equivalentes a 112% do CDI);
- *Rating* médio br.AA+;
- 2,5 anos de duration.

Por setor, nossa maior exposição está em energia elétrica (15%), seguida por: setor financeiro (10,5%), saneamento (10,2%), transporte e logística (10,2%) e locação de veículos (7,6%). A posição de caixa ao final do mês (10%) é bastante confortável frente aos tamanhos do nosso fundo e de nosso passivo, e permite buscar oportunidades (primárias e secundárias) de forma seletiva.

Estamos otimistas com o cenário de queda da inflação e com o recém-inaugurado (e já não era sem tempo) corte da Selic que, aos poucos, aliviará a geração de caixa das empresas. As boas possibilidades de aprovação do arcabouço fiscal, a tramitação da reforma tributária e os recentes *upgrades* e melhoras de perspectiva dos *ratings* soberanos brasileiros de Fitch e Standard & Poor's vão deixar esse ensopado ainda mais encorpado e suculento.

E, *last, but not least*, há o nível atrativo dos spreads de crédito em comparação com a média histórica no segmento CDI+ e *high grade*, a reforçar nossa convicção de que a classe de ativos tem ganhos de capital a capturar pela frente.

Agradecemos o apoio nesse primeiro ano do Trígono Pulsar, em um mercado repleto de desafios. Temos convicção de que os alicerces – pessoas, governança, políticas e ferramentas – são e estão sólidos e bem calibrados para trilhar uma trajetória de bastante sucesso e crescimento.

Agradecemos sempre a confiança dos parceiros, amigos e investidores.

Até a próxima!

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

Thais Abdala — Analista de Crédito

Rômulo Bredt, CGA, CNPI — Analista de Crédito





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