



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

RESENHA MENSAL DE CRÉDITO PRIVADO

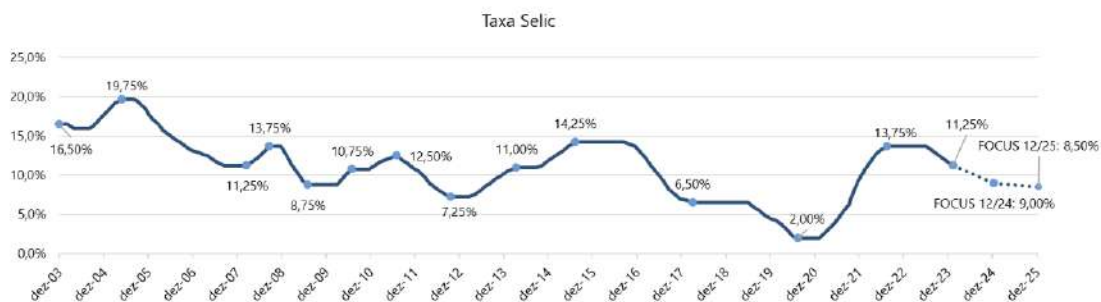
FEVEREIRO 2023



Ano novo, vida nova! E 2024 começa a pleno vapor – ao menos para o crédito privado.

O ano já teve sua primeira Super Quarta-Feira: em 31 de janeiro, **Copom e Fomc – Comitês de Política Monetária** do **BC** e de sua contraparte dos **EUA**, o **Fed** (*Federal Reserve*), respectivamente –, decidiram sobre suas taxas referenciais de juros – e decepcionaram muita gente no mercado à espera de movimentos mais ousados, por assim dizer. **Faltou novidade.**

No **Brasil**, segue a toada de cortes de **0,5** ponto percentual – a **Selic** foi posta em **11,25% ao ano**. Segundo o **Boletim Focus** (elaborado pelo BC a partir de consultas a analistas e economistas do mercado) de 30 de janeiro, a taxa deve chegar ao fim deste ano a **9%** e no fim do próximo, a **8,5%**. A nosso ver, é o jogo jogado: a autoridade monetária assume uma posição mais conservadora, ao ver que a inflação esperada para 2024 anda bem-comportada – com o **IPCA** em **3,9%** –, mas não tão bem-comportada assim – a meta varia entre **1,5%** e **4,5%**, com centro em **3%**. **Está mais perto do teto que do centro, portanto.**



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração Trígono Capital

Já nos **EUA**, o **Fed Fund Rate** (a Selic de lá) foi mantido no intervalo de **5,25%** a **5,5%** ao ano, mas ficou claro que os juros não começam a cair antes de se ter mais confiança em uma convergência sustentável da inflação para a meta de **2%**. Por lá, o núcleo da inflação está em **2,9%**, o que representa uma “queda muito rápida e vai continuar caindo”, nas palavras do presidente do **Fed**, **Jerome Powell**. Mas ele diz que quer mais dados antes de pensar em cortes. **Na prática, redução em março está descartada.**



Pois bem, o ano nem bem começou e já deu mostras do potencial do mercado **latino-americano** de emissões primárias, sobretudo no ambiente de redução de juros que vem por aí. Destacamos no quadro abaixo cinco operações muito bem-recebidas pelos investidores, com demanda de múltiplas vezes o montante ofertado (incluindo a debutante brasileira no mercado internacional: Ambipar), algumas delas inclusive já com relevante valorização no mercado secundário.

Emissor	Ratings (Moody's / S&P / Fitch)	Yield (%)	USD	Prazo	Vencimento	Spread over Treasury	País	Setor
3R	- / BB- / B+	9,875%	500.000.000	7 anos	05/02/2031	603bps	Brasil	Petróleo & Gás
Ambipar	- / BB- / BB-	9,875%	750.000.000	7 anos	06/02/2031	603bps	Brasil	Ambiental
FSBIO	Ba3 / BB- / BB-	9,125%	500.000.000	7 anos	12/02/2031	528bps	Brasil	Energia
Ecopetrol	Baa3 / BB+ / BB+	8,500%	1.850.000.000	12 anos	19/01/2036	458bps	Colômbia	Petróleo & Gás
Codelco	Baa1 / BBB+ / BBB+	6,450%	1.500.000.000	12 anos	26/01/2036	257bps	Chile	Mineração

Fonte: Bloomberg, elaboração Trígono Capital

Antes de seguir propriamente para o desempenho do mercado de crédito privado e do **Trígono Pulsar**, um destaque: em 10 de janeiro, foi sancionada a Lei 14.801/24, criando a debênture de infraestrutura.

Digamos já de cara: **não – elas não vêm para substituir as debêntures incentivadas**. O que vemos é mais uma complementação das já tradicionais debêntures regulamentadas pela Lei 12.431/11, cujo beneficiário fiscal direto é o investidor **pessoa física** – nos novos instrumentos, o benefício fiscal é da **empresa emissora**. Vamos então pontuar algumas outras diferenças e similaridades entre as incentivadas e as de infraestrutura.

Quanto à **remuneração**, as incentivadas podem ser referenciadas a índice de preços, **TR** e mesmo serem pré-fixadas. Já as de infraestrutura possibilitam uma cláusula de **variação cambial** – o que abre caminho inclusive para emissão no exterior (além dos mesmos indexadores já permitidos na 12.431).

Uma diferença marcante é o público-alvo. As **incentivadas**, até pelo benefício fiscal, atraem principalmente **pessoas físicas e fundos de investimentos de infraestrutura**. As **novas debêntures** até podem atrair pessoas físicas, mas têm foco **nos fundos de pensão** e em outros **investidores institucionais**.

Interessante que, quanto ao setor de atuação das empresas emissoras dos títulos das novas debêntures, era de se esperar que não fosse feita qualquer distinção com as tradicionais incentivadas. E de fato, os setores de **saneamento, energia, mobilidade urbana, transporte, logística, telecomunicações, saúde e educação** também estarão entre os mais presentes nesse tipo de operação (assim como nas emissões 12.431).

Quanto a **prazos e pagamento de juros**, a 14.801 não se afasta muito da 12.431: os instrumentos devem ter duration mínima de **4 anos**, com pagamento de juros no mínimo a cada semestre. Além disso, a autorização para emitir esses instrumentos vai até 2030. Carente como é o **Brasil** de infraestrutura, esse prazo sempre pode ser prorrogado.



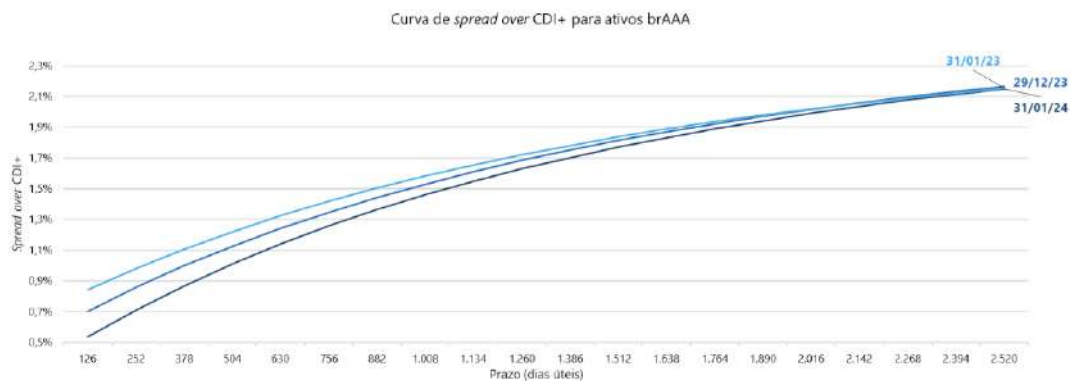
Feito esse breve resumo, nosso leitor pode ainda estar curioso quanto aos **riscos do novo instrumento. Será que diferem de algum modo daqueles das debêntures incentivadas?**

Avaliamos que são muito similares. Mas importante: eles não contam com cobertura do **FGC** (Fundo Garantidor de Crédito). Correndo o risco de sermos repetitivos: investa em crédito privado com um gestor profissional. Uma equipe especializada, **100%** dedicada; diversificação de carteira; e constante monitoramento dos créditos – eis aí os pilares fundamentais para um adequado processo de gestão de risco. **É altamente improvável que uma pessoa física consiga um desempenho satisfatório sozinha.** Como se dizia na TV naqueles quadros em que alguém ia fazer algo perigoso: “Não tente fazer isso em casa”.

Nós, na **Trígono Capital**, estamos muito animados com esse mercado. Vemos nele um enorme potencial, não só pela necessidade de investir em infraestrutura no **Brasil**, mas também no direcionamento de recursos para esse tipo de ativo no universo de crédito privado brasileiro. E ainda, com o início da taxaço dos fundos exclusivos no horizonte. Mas chega de *spoilers*: em breve teremos novidade para vocês (aguardem).

Voltando ao nosso mercado de crédito privado: a bem dizer, as férias de janeiro foram ignoradas. O mercado “chegou chegando” – pelo menos o secundário. O primário, como de praxe, tirou um merecido descanso. Mas deve voltar a plena carga em breve.

Quando observamos os níveis dos spreads de crédito, a curva de **Spread over CDI** para ativos com rating **br.AAA** já se encontra em patamares bastante apertados para *durations* mais curtas e abaixo de onde estavam há um ano. Assim, à medida que percorremos a curva em *duration*, vemos que há um aporte interessante de prêmio, na comparação com vértices mais curtos.

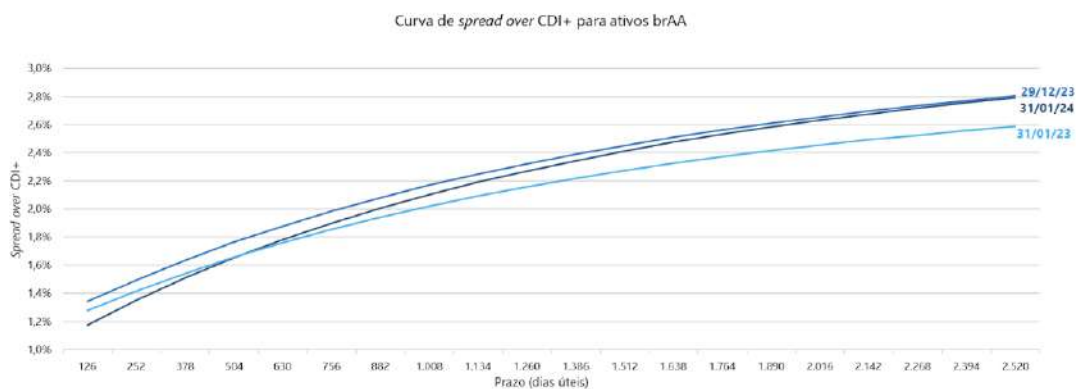


Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital

Ao mudarmos a curva de **Spread over CDI** em análise para categoria **br.AA** (ainda, portanto, dentro do segmento high-grade) e no que seria o segundo melhor nível de risco (compreendendo ativos com rating de crédito na escala nacional de **br.AA+** até **br.AA-**), observa-se algo muito interessante.



Primeiro: ao comparar as curvas de janeiro/24 e dezembro/23, fica claro o relevante fechamento de spreads ao longo do mês passado. O movimento é mais acentuado nos vértices mais curtos, perdendo um pouco de intensidade ao seguirmos a curva. **Outro ponto:** o relevante prêmio existente atualmente em relação a janeiro/2023, principalmente a partir de 2 anos de *duration*. Claro, sempre cabe aqui o disclaimer do universo de papéis (mais restrito na categoria **br.AA** que na **br.AAA**): nem todo crédito é ou será digno de alocação pelo risco de crédito. No entanto, a nós parece irrefutável o argumento de que, embora os níveis de spread permaneçam em patamares saudáveis, o prêmio a ser capturado hoje no mercado de crédito institucional **CDI+** está mais nos *durations* mais longos e seletivamente (e esta é a palavra mágica) mais presente na categoria **brAA**.



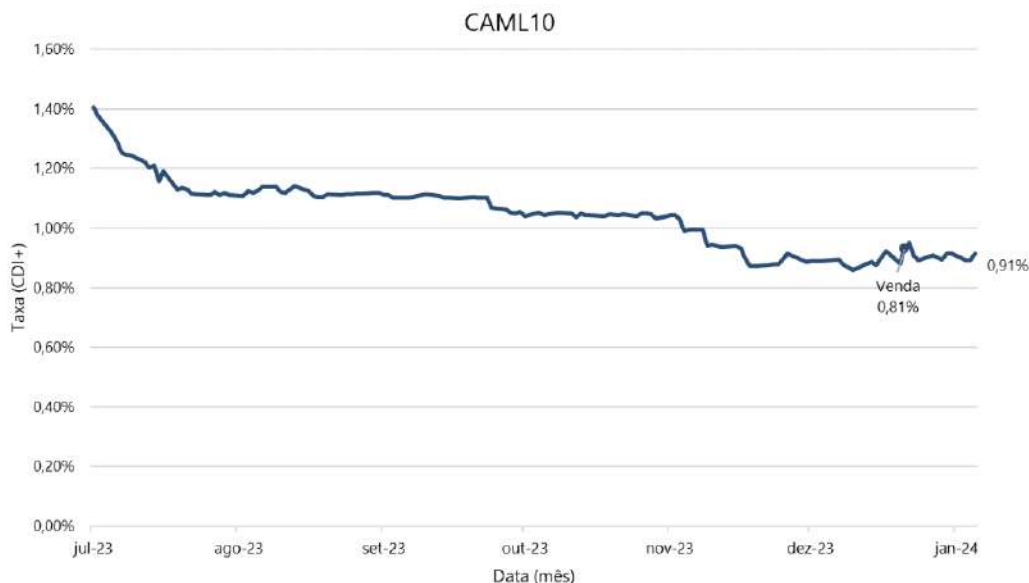
Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital

O **Trígono Pulsar** rodou a excelentes **130,2%** do **CDI** em janeiro, impulsionado pelo relevante fechamento de spreads em todos os setores a que estamos expostos. As principais contribuições vieram dos setores de maior exposição no fundo: **energia elétrica; saneamento e financeiro**. Individualmente, as principais contribuições resultaram da captura do estreitamento dos spreads das emissões primárias de **Equatorial Goiás, Corsan e TIM** (de que participamos ao longo do 2º semestre de 2023).

Em janeiro, investimos em oportunidades que se apresentaram no mercado secundário, incorporando ativos de excelente qualidade creditícia e com ganhos em relação à taxa **ANBIMA**; a posição de caixa do fundo diminuiu, assim, de **14,1%** para **8,2%**. Dentre os principais emissores que incorporamos e/ou ficamos mais expostos estão: **Cosan; Localiza; Compass; Algar Telecom; Autoban e Vamos**.

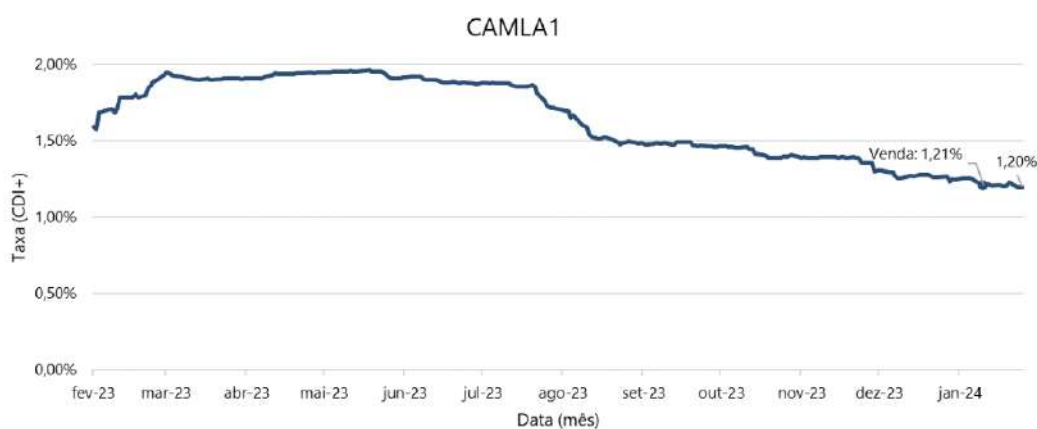
Nosso principal desinvestimento no mês a foi **Camil Alimentos**. A empresa divulgou resultado do 3º tri/23 em 11/1 mostrando um aumento da alavancagem líquida para **4,3x** (era de 3,4x no 2º tri/23 e de 2,8x no 2º tri/22). Isso nos preocupou, ainda que efeitos sazonais de capital de giro relacionados ao arroz existam.





Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital

Nossa decisão foi por vender os dois papéis que tínhamos em carteira: **CAML10** (vencimento: 5/5/2024) e **CAMLA1** (vencimento: 30/10/28). Também aqui fomos motivados pelo *valuation* dos papéis, que já se mostravam relativamente caros em nossa ferramenta interna (se encontravam no 4º e 3º quintil, respectivamente, de retorno total esperado ajustado ao risco). Deterioração da qualidade de crédito somada a uma remuneração não atrativa o suficiente enviam um claro sinal de venda. E já havíamos capturado expressivo fechamento de taxa nos dois ativos (o que se vê nos gráficos abaixo).



Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital



S&P Global
Ratings

Comunicado à Imprensa

Ratings na Escala Nacional Brasil da Camil rebaixados para 'brAA+'; perfil de crédito individual (SACP) revisado de 'bb' para 'bb-'

17 de janeiro de 2024

Acreditamos ter tomado a decisão acertada em vender. Ainda mais que, em 17/1, a agência de classificação **Standard & Poor's** decidiu rebaixar o *rating* da emissora: de **br.AAA** para **br.AA+** (na escala nacional de ratings).

Já podemos notar uma pequena abertura de taxa no **CAML10**, ainda não refletida no **CAMLA1**.

Fechamos janeiro com a carteira bem diversificada em **72** papéis, carrego de **CDI + 1,55% a.a.** (equivalente a 113% do CDI), *rating* médio **br.AA+** e **2,9 anos** de *duration*. Em termos de exposição setorial, o **Trígono Pulsar** segue bem diversificado, com **Energia Elétrica** à frente (15,3%), seguida por setor **Financeiro** (11,9%) e **Saneamento** (11,7%).

Sigamos confiantes, que um excelente 2024 vem aí. Partimos muito bem! E que venha fevereiro! Aproveitem o Carnaval.

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

Rômulo Bredt, CGA, CNPI — Analista de Crédito





TRIGONO

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