

2024

Resenha de **Crédito Privado** de Março.



Resenha Mensal de Crédito Privado

Março de 2024

Fevereiro é o mês duplamente mais curto do ano – tem dois dias a menos (um, nos anos bissextos) e o Carnaval. Mesmo assim, não deixou de ser intenso para nosso mercado de crédito privado. E veio com novidades, ainda por cima.

Recapitulando: a novidade (abordada na Resenha mensal anterior) foram as debêntures de infraestrutura – sancionadas na Lei 14.801/2024 (bem como suas diferenças, similaridades e complementariedades ante as tradicionais, regidas pela Lei 12.431/2011).

Fica aqui o *link* para quem perdeu.

Já em 1º de fevereiro o Banco Central divulgou a Resolução do CMN (Conselho Monetário Nacional) nº 5.118, sobre o lastro da emissão de CRAs (Certificados de Recebíveis do Agronegócio) e CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários). Também publicou a Resolução nº 5.119, que promove ajustes nos lastros elegíveis e nos prazos de vencimento de LCAs (Letras de Crédito do Agronegócio), LCIs (Letras de Crédito Imobiliário) e LIGs (Letras Imobiliárias Garantidas) emitidas pelas instituições financeiras.

Foram proibidas, por exemplo, emissões de CRIs e CRAs com lastro em títulos de dívidas de companhias abertas que não fossem do setor imobiliário ou do agronegócio. Além disso, foi vedada a emissão com lastro em direitos creditórios originados de operações entre partes relacionadas. Não foram afetadas operações já registradas e não finalizadas/emitidas.

Nas LCAs, uma das principais alterações é a de que deverão ser investidas em créditos com taxas livremente pactuadas em condições de mercado – subsídios ficam proibidos a partir de 1º/07/2024. Também foi proibido o uso de debêntures como lastro das LCAs.

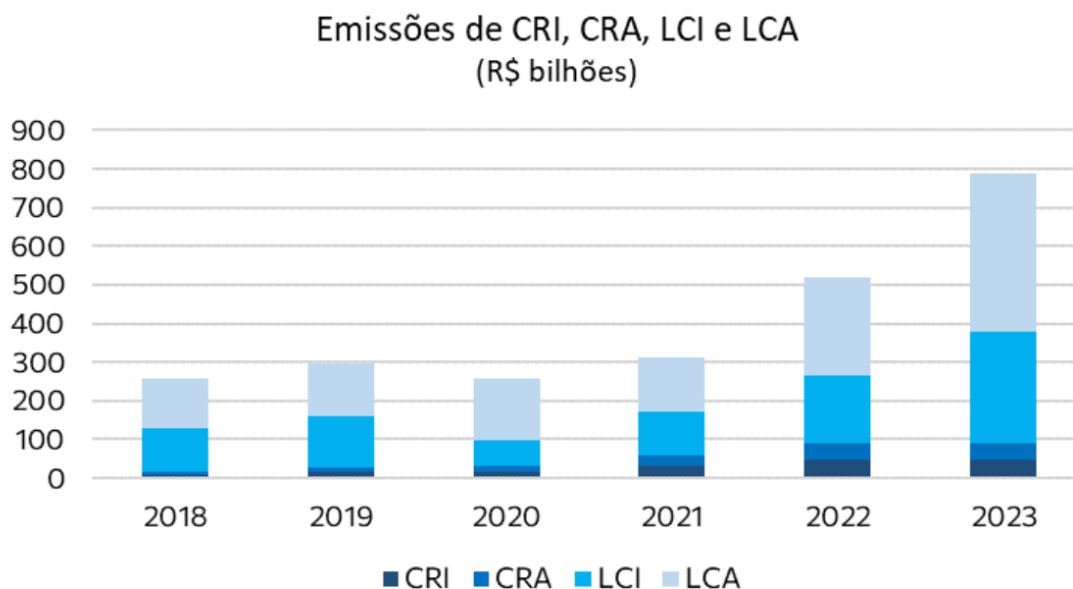
Para o investidor pessoa física, a grande mudança foi a ocorrida no prazo mínimo de emissão das LCAs: passou de 3 meses para 9 meses – também sem afetar o estoque dos títulos existentes, apenas as novas emissões. Nas LCIs, o prazo mínimo foi elevado para 12 meses.

O pano de fundo para essas mudanças é o objetivo de fechar brechas existentes – de modo a que os recursos originados pelos respectivos títulos fossem destinados de fato ao fim para o qual foram criados. Estima-se, por exemplo, que somente cerca de 20% das LCIs e LIGs estariam de fato financiando o setor imobiliário – que é a razão mesma de existirem. Além disso, ao longo dos anos, os instrumentos isentos geraram distorções e captaram volumes



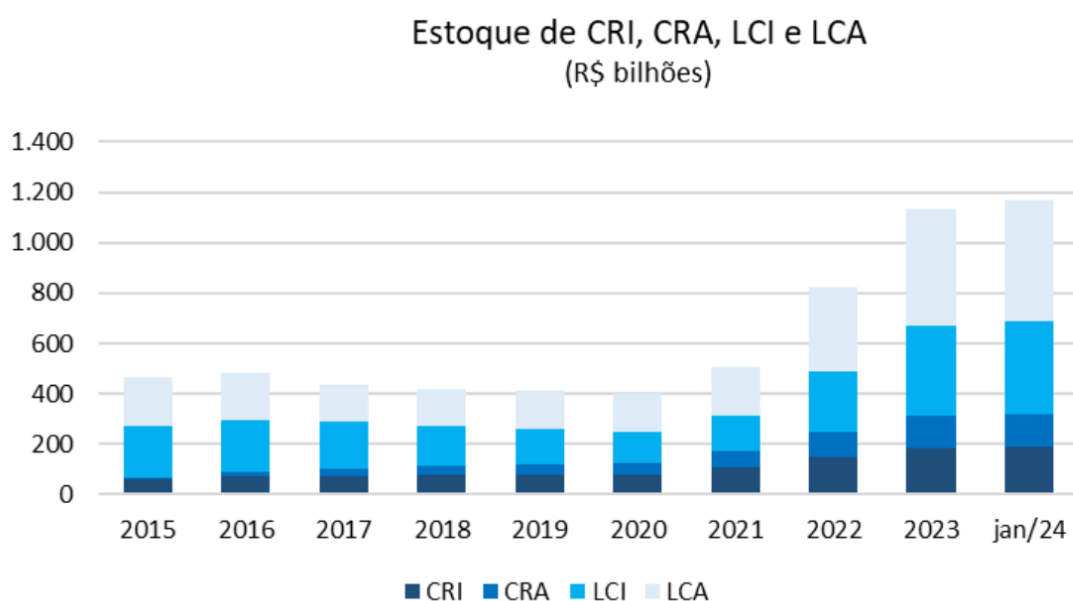
muito expressivos de recursos devido à segurança (lembramos: LCIs e LCAs contam com garantia do FGC – Fundo Garantidor de Crédito) e rentabilidade oferecida aos investidores.

O gráfico abaixo evidencia que entre 2021 e o fim do ano passado a emissão desses instrumentos saiu do patamar de R\$ 300 bilhões para R\$ 800 bilhões:



Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital

Não menos impressionante foi o crescimento do estoque desses títulos, que em conjunto totalizavam R\$ 400 bilhões ao final de 2020 – e que praticamente triplicaram até janeiro deste ano.

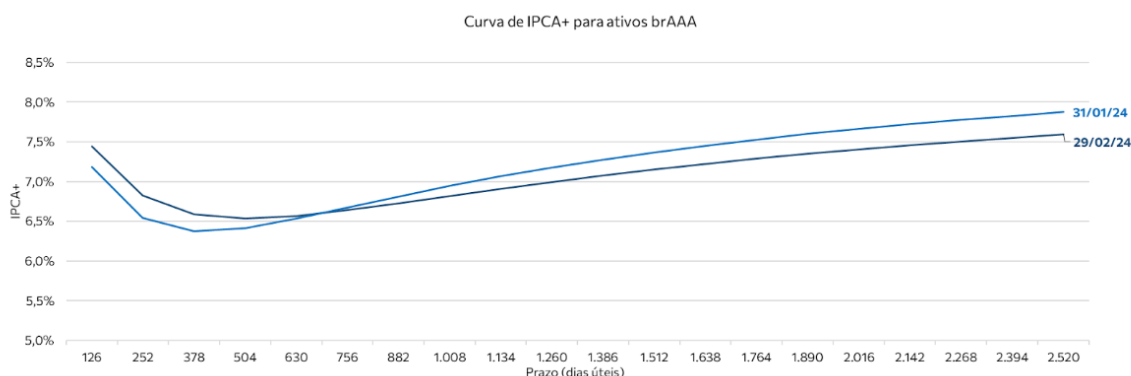


Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital



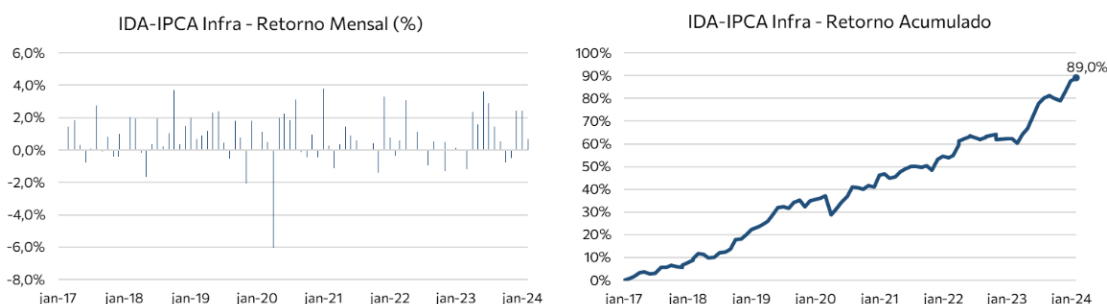
Com a diminuição do lastro e o aumento dos prazos para emissão desses títulos, esperamos que a oferta deles diminua – com um consequente redirecionamento de fluxo para outros instrumentos. Também, à medida que ocorram os vencimentos desses papéis, acreditamos que os fundos de debêntures incentivadas se mostrem como candidatos naturais a se beneficiarem tanto da isenção tributária à pessoa física como do prazo de resgate (geralmente D+30), muito atrativo quando comparado aos novos prazos mínimos das emissões de LCAs e LCIs. De fato, desde o anúncio da tributação de fundos exclusivos, o momento para os fundos de debêntures incentivadas já se tornou excelente.

O gráfico a seguir evidencia o fechamento dos *spreads* para debêntures em IPCA+ na categoria de *rating* “brAAA”, corroborando a demanda/fluxo direcionada a esses títulos de crédito privado.



Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital

Também podemos analisar pela ótica da rentabilidade – pela qual a demanda por títulos incentivados tem se traduzido em fechamento de *spread* e, conseqüentemente, em fonte de retorno interessante. Vemos isso nos gráficos a seguir (de retornos do IDA-IPCA Infraestrutura).

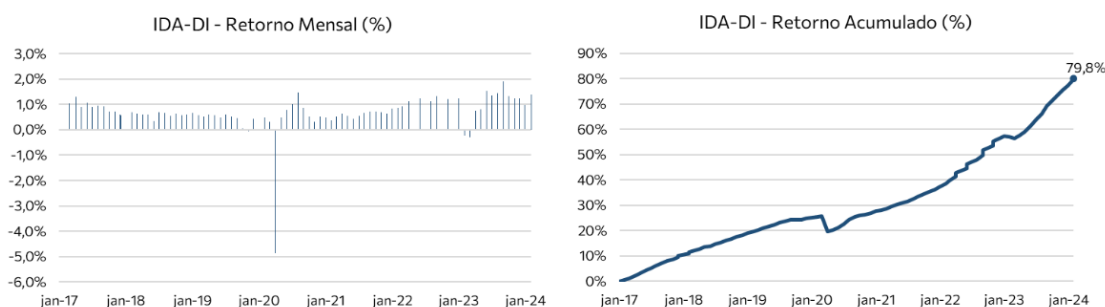


Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital

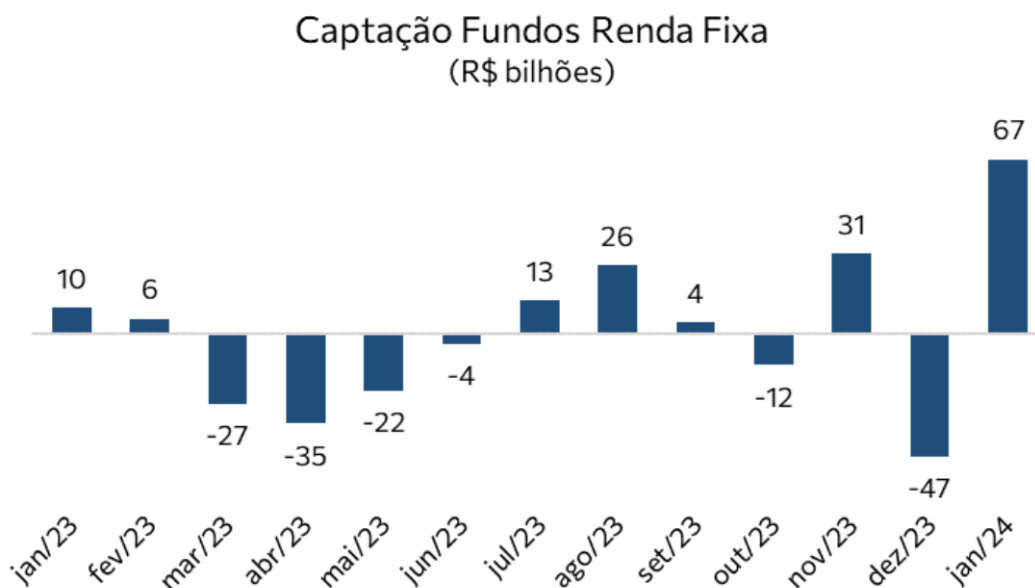


Além disso, esperamos que outros fundos de crédito privado se beneficiem de fluxos favoráveis aproveitando-se: da SELIC ainda alta; da melhora dos balanços e resultados das empresas (com o alívio da desaceleração gradual dos juros); e do desempenho da indústria – que se mostrará bastante positiva (e mais ainda quando se dissiparem os efeitos dos resgates provocados pelos eventos Americanas e Light).

Esse resultado, como sabemos, tem um efeito forte em captação, uma vez que a indústria de fundos de crédito se beneficiou da ampliação dos prêmios de risco de crédito pós-Americanas e Light – e do posterior fechamento de *spreads* no 2S23 (visível ainda agora, e sem sinais de interrupção). Os gráficos a seguir mostram os retornos favoráveis e expressivos ao longo dos últimos meses para o IDA-DI, bem como a tendência favorável de captação para a renda fixa (conforme observado em jan/2024):



Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital



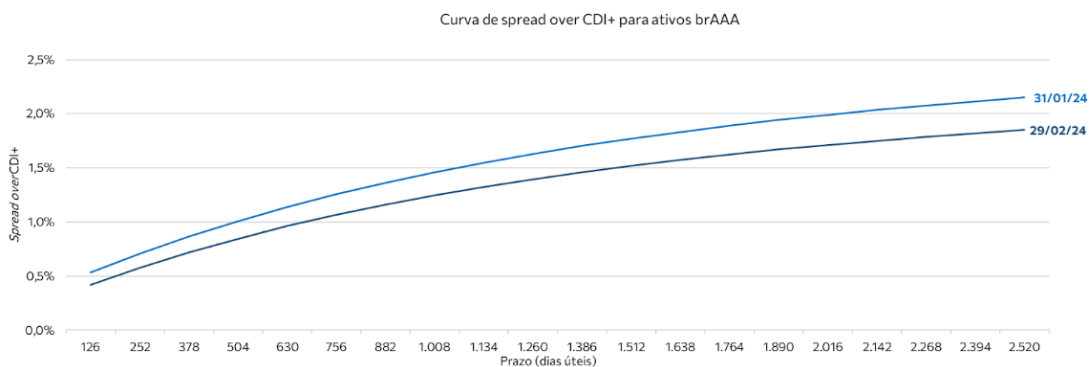
Fonte: Anbima, elaboração Trígono Capital



Também esperamos que, devido à menor oferta de CRIs e CRAs nas emissões primárias, haja um redirecionamento para outros instrumentos, elevando o fluxo de emissões de debêntures incentivadas (Lei 12.431/2011) e na série institucional em CDI+.

Em tempo: em 1º/3/2024, o CMN, com a Resolução nº 5.121, fez ajustes pontuais na Res. nº 5.118, para afinar o entendimento do mercado quanto aos lastros elegíveis para emissões de CRA e CRI. De saída, explicou que contratos de natureza comercial relacionados a imóveis poderão ser usados como lastro – diferentemente de outros instrumentos de natureza financeira. Outra mudança: buscou restringir, no âmbito do sistema financeiro, a aplicação das novas proibições a instituições financeiras (entidades que integram conglomerado prudencial ou suas respectivas controladas). Assim, o CMN reforçou a possibilidade de empresas típicas do agronegócio ou do setor imobiliário (e sem ligação direta com instituições do sistema financeiro) realizarem operações de securitização por meio de CRA e CRI.

Quanto ao desempenho do mercado de crédito, fevereiro mostrou que prêmios de risco de crédito no mercado secundário tendem a continuar fechando. As maiores aberturas de *spread* do mercado nas debêntures com indexador em CDI+ vieram de companhias alavancadas dos setores de saúde e varejo e de incorporadoras imobiliárias. A nenhum deles o Trígono Pulsar tem exposição.



Fonte: Quantum, elaboração Trígono Capital



O Trígono Pulsar rodou a 121% do CDI no mês (126% do CDI em 2024) e se favoreceu do estreitamento dos *spreads* nos títulos bancários – em particular, Letras Financeiras do Banco do Brasil, Bradesco, Banco Votorantim e Banco Safra, além das debêntures de Itaúsa, TIM e Suzano. Assim, os setores que mais aportaram para o desempenho do fundo no mês foram bancário/financeiro, papel e celulose, e telecomunicações.

Durante o mês, destacamos algumas operações nossas no mercado secundário, que geraram valor aos nossos investidores – como a troca da Letra Financeira Subordinada pela Perpétua, do Bradesco (na qual realizamos ganho de capital na primeira e incrementamos carregos do fundo). Também aproveitamos oportunidades de mercado para aumentar exposição a créditos onde vemos fortes fundamentos e taxas atrativas – casos de Cosan e Vamos. Realizamos ganhos interessantes em Corsan (Companhia Riograndense de Saneamento) após forte fechamento dos *spreads* de crédito desde a emissão primária no 2º semestre de 2023 (com uma diminuição apenas marginal em nossa exposição). Vendemos também Saneago (Saneamento de Goiás): o papel já não se encontrava mais em níveis atrativos de retorno total esperado ajustado ao risco.

Fechamos fevereiro com:

73 papéis em carteira

(com carregos de CDI + 1,5% a.a. – equivalente a 113% do CDI)

Rating médio br.AA+

3
anos de *duration*.

Setorialmente, seguimos bem diversificados, com a maior exposição em Energia Elétrica (15,1%), seguido por setor Financeiro (13%), e Saneamento (10,8%).

O ano recém-iniciado nos mantém entusiasmados, confiantes e seguros da robustez e da qualidade de crédito da nossa carteira.

Até a próxima Resenha!

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