



Janeiro 2023

# CARTA MENSAL

## COMENTÁRIO MENSAL

O mês de janeiro foi surpreendentemente agitado. No dia 08/jan, manifestações violentas em Brasília chocaram o país. Poucos dias depois, em 11/jan, a Americanas, que tem como acionistas de referências o trio mais rico do Brasil, tornou público um escândalo sem precedentes: um rombo financeiro da ordem de R\$ 20 bilhões.

Por termos debêntures da Americanas em várias estratégias, estamos acompanhando de perto os desdobramentos do caso. Além disso, pela relevância de Americanas no mercado de crédito privado, estamos acompanhando as externalidades que esse tipo de evento pode trazer, seja do lado dos riscos, seja do lado das oportunidades.

Para os fundos que tinham exposição em Americanas, estamos mantendo as posições. Esses fundos tiveram o desempenho afetado em jan/23, dado que os administradores já marcaram essas posições a cerca de 10% do valor de face. Acreditamos que o valor de recuperação é significativamente maior, mas os impactos positivos devem acontecer ao longo do tempo. Por outro lado, caso um investidor opte por resgatar seus recursos agora, tornará essa perda permanente.

Nos fundos de infraestrutura (debêntures incentivadas), não tínhamos exposição.

Logo após o anúncio da Americanas, ampliamos o nível de caixa dos nossos fundos. Tínhamos duas preocupações: estávamos nos preparando para um eventual aumento nos pedidos de resgate dos nossos fundos, e com receio que pedidos de resgate mais significativos nos fundos mais líquidos do mercado pudessem levar a vendas significativas de ativos de crédito privado em geral. Nesse último caso, poderiam surgir grandes oportunidades para comprarmos bons ativos com descontos

significativos, tal qual aconteceu no início da pandemia em 2020.

Nos dias seguintes, vimos pedidos de resgate apenas ligeiramente maiores que o usual em nossos fundos, sem impactos materiais. E monitorando os fundos mais líquidos do mercado, notamos que os pedidos de resgate em geral não foram tão significativos. Os preços cederam um pouco, deixando os spreads de crédito um pouco mais elevados, mas sem solavancos. Provavelmente a aversão a risco em geral pelo cenário macro, junto com uma marcação muito rápida da posição em Americanas e uma taxa Selic elevada evitaram pedidos de resgate massivos. Ouvimos muito a seguinte pergunta: "Sair do crédito pós-fixado e alocar em que?"

Seguimos com caixa mais elevado para aproveitar oportunidades. Aqui, vale lembrar que desde 2020, alguns dos nossos fundos tem um mecanismo que dá um desconto na taxa de administração sobre a parcela em caixa, mitigando o impacto na rentabilidade.

Em relação a Americanas, estamos em coordenação com outros gestores e credores em geral para definir as estratégias dos assessores jurídicos e financeiros, para resguardar os interesses dos nossos investidores. Com as poucas informações divulgadas pela empresa até o momento, é difícil não associar a algum tipo de fraude, dado que tinham balanços auditados e números oficiais consistentes ao longo do tempo. Chegamos a fazer **um exercício** para deixar claro quais os potenciais resultados para o resto do ano para nossas estratégias em alguns cenários. Olhando pra frente, acreditamos que nossas estratégias podem não apenas recuperar nominalmente, mas contam com perspectivas bastante animadoras.

## MERCADO PRIMÁRIO

O mercado primário teve um volume mais baixo em janeiro. Com o escândalo de Americanas, muitas ofertas foram adiadas. Ao todo, analisamos 13 ofertas somando um volume de R\$ 13 bilhões, e alocamos em apenas uma dessas com um spread médio de +1,50% (concentrado em um ativo com

rating AAA). Por se tratar de uma operação com risco muito baixo num emissor recorrente e num prazo curto (3 anos), achamos que essa alocação fazia sentido.

**1**

Oferta Alocada

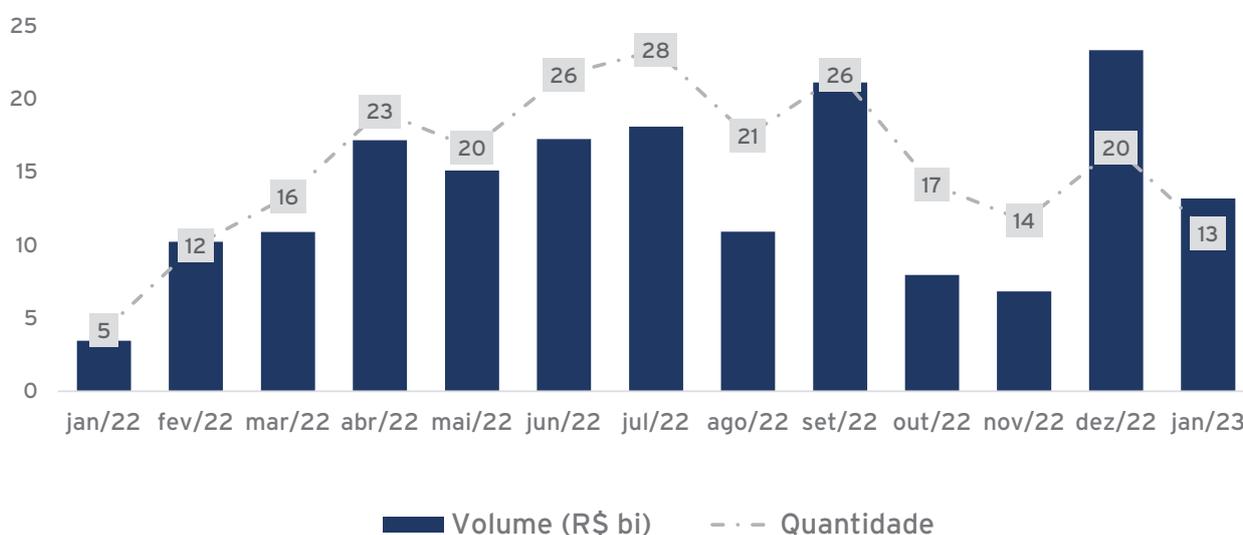
**R\$ 20MM**

Volume Alocado

**1,5%**

Spread Médio das Alocações

Ofertas Primárias Analisadas



Fonte: Sparta.

## MERCADO SECUNDÁRIO

Como já abordamos anteriormente, os preços no mercado secundário tiveram um ajuste. Vimos uma abertura de spreads de 10bps a 20bps nos melhores ratings (AAA e AA), e um pouco mais elevados nos ratings mais baixos.

É interessante notar que o mercado secundário continua funcional. O volume de debêntures negociado em jan/23 foi cerca de 35% maior que jan/22, e maior que os últimos meses. Em outras palavras, mesmo com as incertezas e o impacto de Americanas, que na prática afetou a liquidez por poucos dias, uma vez ajustados os spreads, o

mercado volta a ter liquidez.

No caso das debêntures incentivadas, também observamos uma abertura nos spreads de crédito. Embora naturalmente Americanas não seja do setor de infraestrutura, a demanda por crédito privado em geral reduziu, levando ao ajuste nos preços. Assim, no caso específico desses ativos, que já tinham tido uma abertura de spreads significativa nos últimos meses, passaram a ficar com uma perspectiva ainda melhor.

Negociações de Debêntures no Mercado Secundário



Fonte: B3, elaboração Ativa.

## PERSPECTIVAS

### RISCO DE CRÉDITO

É importante ressaltar que o caso de Americanas é bastante atípico. A empresa divulgou que boa parte das inconsistências estavam relacionadas com a conta de pagamentos a fornecedores, numa operação conhecida como Risco Sacado. Esse tipo de operação é comum e tem orientações claras da CVM sobre o tratamento nas demonstrações financeiras. O que não é comum é justamente não contabilizar essas operações adequadamente no balanço, e os auditores não terem identificado as discrepâncias. Nosso time de análise revisitou todos os emissores em carteira, varejistas ou não, com esse tipo de operação, e não vemos motivos para maior preocupação.

No geral, as empresas que acessam o mercado de capitais para se financiarem são grandes empresas, com boa estrutura de capital e governança, além de boa parte ser de setores regulados, ou seja, menos afetadas com os diferentes ciclos econômicos.

Por outro lado, temos duas preocupações. A primeira é por conta da Selic mais elevada, que pode afetar os números de algumas empresas. Assim, estamos ainda mais seletivos com alguns setores, focados em alocar nas melhores relações de retorno sobre risco, e acompanhando de perto as empresas. Além disso, estamos receosos com eventuais impactos no mercado decorrentes de empresas que não temos em carteira, mas que tem exposição relevante no mercado e, diferente de Americanas, não se tratam de “inconsistências contábeis”, mas de negócios que já estavam e deteriorado há algum tempo, como é o caso de CVC e Light, que passaram a ser comentadas nos últimos dias. Nesses casos, eventuais desdobramentos podem gerar oportunidades incríveis, e estamos preparados para aproveitar.

### IMA-B 5

O IMA-B 5 teve um retorno de +1,4% no mês. Sobre sua atribuição de performance, tivemos

contribuição positiva do IPCA, do carregamento e da marcação a mercado. A taxa média do IMA-B 5 está em IPCA+6,1%. Assim, nas estratégias que tem o IMA-B 5 como indexador, temos o carregamento do indexador + prêmio de crédito, que coloca o carregamento das estratégias entre IPCA+7,5% e IPCA+8,0%, a depender do fundo.

Também é interessante ressaltar que teremos um aumento na duração do indexador em mai/23, pois teremos vencimento dos papéis mais curtos e consequente rebalanceamento desse índice.

### CENÁRIO MACRO

O cenário está muito favorável para aplicações de renda fixa de baixo risco, como o pós-fixado e o crédito high grade.

Do ponto de vista macro, o grau de incerteza com a política econômica do novo governo continua elevado. Além disso, o mercado segue preocupado com a inflação, e uma redução na taxa Selic em 2023 não é óbvia. Existe quem ache inclusive que pode ter alta da Selic. Consequentemente, o rendimento real embutido na renda fixa atualmente são altamente convidativos.

No crédito, estamos num momento em que existe uma diferença bastante significativa entre as empresas com maior e menor musculatura financeira. No primeiro caso, são empresas mais resilientes, que o custo mais alto da dívida não implica em risco de crédito muito mais elevado. Nesses casos, o grosso do ônus recai sobre o acionista, e não sobre o credor. É nesse universo que atuamos, e que estamos prontos para aproveitar as oportunidades. Já para empresas mais frágeis, com modelos de negócios mais cíclicos ou que enfrentem alguma situação mais peculiar, o risco de crédito pode ser significativamente maior, eventualmente comprometendo os números da empresa de forma material. Estamos mais cautelosos com estruturas que focam nesse tipo de risco de crédito.

## RESULTADO DOS FUNDOS

### Fundos 555

Fundo	Rentabilidade			Destques da Carteira			
	Mês	Ano	12M	Duration (anos)	Carrego (a.a)	Emissores	PL Estratégia (R\$ mm)
<b>Pós-fixado</b>							
Sparta Top (%CDI)	-0,6%	-0,6%	+12,2%	2,4	CDI+1,8%	172	2.434
	-	-	95%				
Sparta Max (% CDI)	-0,90%	-0,9	+12,3%	2,7	CDI+2,3%	148	748
	-	-	97%				
Sparta Deb Inc (% CDI)	+0,3%	+0,3%	+10,8%	4,4	CDI+1,5%	97	475
	30%	30%	84%				
Sparta ANS (% CDI)	-0,7%	-0,7%	+12,3%	2,7	CDI+2,3%	137	215
	-	-	96%				
<b>Indexados à Inflação</b>							
Sparta Top Inflação (dif IMA-B 5)	-0,5%	-0,5%	+10,2%	2,5	(IMA-B 5)+1,7%	147	170
	-1,9%	-1,9%	-1,0%				
Sparta Deb Inc Inflação (dif IMA-B 5)	+0,7%	+0,7%	+10,6%	4,2	(IMA-B 5)+1,5%	93	172
	-0,7%	-0,7%	-0,5%				

### Previdência

Fundo	Rentabilidade			Destques da Carteira			
	Mês	Ano	12M	Duration (anos)	Carrego (a.a)	Emissores	PL Estratégia (R\$ mm)
<b>Pós-fixado</b>							
Sparta Prev (% CDI)	-0,3%	-0,3%	+12,2%	1,8	CDI+1,1%	107	3.067
	-	-	95%				
FIE tipo 2/FIFE (% CDI)	-0,4%	-0,4%	+12,2%	2,5	CDI+1,7%	107	186
	-	-	95%				
<b>Indexados à Inflação</b>							
Sparta Prev Inflação (dif IMA-B 5)	-	-	-	1,7	(IMA-B 5)+1,2%	107	51
	-	-	-				

### Benchmarks

Benchmarks	Rentabilidade		
	Mês	Ano	12M
CDI	+1,1%	+1,1%	+12,8%
IMA-B 5	+1,4%	+1,4%	+11,2%

## Sparta nas redes



**SPARTA.COM.BR**



**SPARTA\_INVESTIMENTOS**



**SPARTA FUNDOS**



Disclaimer: Data base para retornos dos fundos Sparta: 31/01/2023. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Leia o regulamento, o formulário de informações complementares e a lâmina de informações essenciais antes de investir. O regulamento, o formulário de informações complementares e a lâmina de informações essenciais encontram-se disponíveis no site do Administrador. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. As rentabilidades divulgadas são líquidas das taxas de administração e de performance, mas não são líquidas de impostos e da taxa de saída, caso aplicável. As estratégias de investimento do fundo podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Alguns fundos podem ter menos de 12 (doze) meses. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A taxa de administração máxima, cuja diferença para a taxa de administração mínima será aplicável quando o fundo investir em cotas de outros fundos sob gestão da Sparta. Sparta ANS - Razão Social: Sparta ANS FIRF CP LP, CNPJ: 32225995000185, Código Anbima: 528064, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 195mm, taxa de administração de 0,5% a.a., taxa de administração máxima de 0,55% a.a., taxa de performance de 20% que exceder 100% do CDI, o público alvo é de Investidor Qualificado. Sparta Deb Inc - Razão Social: Sparta Debêntures Incentivadas FIC FI-Infra, CNPJ: 26759909000111, Código Anbima: 442976, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 586mm, taxa de administração de 0,8% a.a., taxa de administração máxima de 0,9% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. Sparta Deb Inc Inflação - Razão Social: Sparta Debêntures Incentivadas Inflação FIC FI-Infra, CNPJ: 39959025000152, Código Anbima: 593141, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 119mm, taxa de administração de 0,8% a.a., taxa de administração máxima de 0,9% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. Sparta Max - Razão Social: Sparta Max FIC FIRF CP LP, CNPJ: 26773148000152, Código Anbima: 439282, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Média Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 246mm, taxa de administração de 0,35% a.a., taxa de administração máxima de 0,85% a.a., o público alvo é de Investidor Qualificado. Sparta Prev D60 - Razão Social: Sparta Previdência FIFE D60 FIRF CP, CNPJ: 35927331000156, Código Anbima: 538833, Categoria Anbima: Previdência RF Duração Média Grau de Inv, PL médio em 12m de R\$ 128mm, taxa de administração de 0,45% a.a., taxa de administração máxima de 0,5% a.a., o público alvo é de Investidor Profissional. Sparta Top - Razão Social: Sparta Top FIC FIRF CP LP, CNPJ: 14188162000100, Código Anbima: 296430, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Média Grau de Invest., PL médio em 12m de R\$ 1.884mm, taxa de administração de 0,3% a.a., taxa de administração máxima de 0,75% a.a., o público alvo é de Investidor em Geral. Sparta Top Inflação - Razão Social: Sparta Top Inflação FIC FIRF CP LP, CNPJ: 38026926000129, Código Anbima: 553743, Categoria Anbima: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre, PL médio em 12m de R\$ 146mm, taxa de administração de 0,3% a.a., taxa de administração máxima de 0,75% a.a., taxa de performance de 20% que exceder 100% do IMA-B 5, o público alvo é de Investidor em Geral. Sparta Prev - Razão Social: Sparta Previdência Advisory Icatu FIC FIRF CP, CNPJ: 26710546000120, Código Anbima: 439142, Categoria Anbima: Previdência RF Duração Média Grau de Inv, PL médio em 12m de R\$ 672mm, taxa de administração de 0% a.a., taxa de administração máxima de 0,85% a.a., o público alvo é de Investidor Profissional. Administrador/Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., CNPJ 02.201.501/0001-61, Av. Presidente Wilson, 231 - 11.o andar, Rio de Janeiro - RJ, CEP 20030-905, www.bnymellon.com.br/sf. SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600. Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800-7253219. Gestor: Sparta Administradora de Recursos Ltda., CNPJ 72.745.714/0001-30, R. Fidêncio Ramos, 213 - Cj. 61, São Paulo - SP, CEP 04551-010, Tel: (11) 5054-4700, contato@sparta.com.br, www.sparta.com.br.