



TRIGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO



MARÇO 2023

RESENHA MENSAL DE

**CRÉDITO PRIVADO**

---

## **Resenha Mensal de Crédito Privado – Março de 2023**

Caros amigos, investidores e parceiros da Trígono Capital,

A partir deste mês, a Resenha Mensal de Crédito Privado terá circulação separada da já tradicional Resenha Mensal, de nosso gestor, Werner Roger, produzida em conjunto com nossa equipe de renda variável. A decisão editorial se justifica porque se trata de uma análise envolvendo tópicos bastante específicos, voltados a um público com interesses diferentes daqueles de nosso leitor habitual.

Claro, a Resenha Mensal será sempre nossa referência em termos de excelência e qualidade, e nossa meta será oferecer um rico material - tal como o que é entregue por nossa equipe de renda variável - para formarmos um leitorado informado, crítico e amplo.

Traremos aqui o desempenho do fundo e nossa visão de mercado, abordando sempre um tema atual, e, o que julgamos mais importante: tudo isso comunicado em uma linguagem didática e de fácil apreensão para o leitor ainda não familiarizado com o segmento de crédito - sem abrir mão dos conteúdos para leitores mais experientes.

Como mencionamos na edição anterior, fevereiro prometia ser um mês de fortes emoções no mercado de crédito. E, sem dúvida alguma, o precursor do que estava por vir foi o comunicado que a Light fez ao mercado no apagar das luzes de janeiro: a empresa contratou uma assessoria financeira para melhorar sua estrutura de capital. Foi um evento inesperado. E o mercado não gosta de eventos inesperados.

Embora não tivéssemos exposição à Light no fundo, as consequências diretas ou indiretas do evento explicam impactos que toda a indústria de renda fixa/crédito sofreu ao longo do mês. Pensamos, assim (com o perdão pelo trocadilho), em lançar alguma luz sobre a Light.

O Grupo Light iniciou suas atividades em 1899 como The São Paulo Railway, Light and Power Company Limited, empresa que possuía à época contrato de concessão para transporte público, geração e distribuição de energia elétrica, serviços de iluminação, telegrafia e telefonia. O que resta da empresa hoje em São Paulo é a EMAE (Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A.), em processo de privatização. Em 1959, o grupo foi nacionalizado pelo decreto n.º 46.216 e seu controle passou a ser detido pela Eletrobrás, até ser privatizada novamente em 1996.

Atualmente o grupo atua no Rio de Janeiro, fornecendo energia elétrica (seu principal ativo) a 31 dos 92 municípios do Estado (incluindo sua capital). Em 1996 a empresa celebra contrato de concessão com vigência de 30 anos - expira, portanto, em junho de 2026. O art. 6º da Lei 12.783/2013 prevê que concessões de distribuição de energia elétrica podem ser renovadas, a critério do poder concedente, uma única vez, por um novo prazo de 30 anos.

Ao longo dos últimos anos, a Light reporta perdas de energia elétrica acima dos limites regulatórios, o que afeta de forma significativa seus resultados financeiros, uma vez que o repasse das perdas é restrito ao limite regulatório definido pela Aneel (Agência Nacional de Energia Elétrica). Na reunião de resultados do 3T22, a diretoria da Light sinalizou que se interessa por renovar a concessão, desde que haja flexibilização no limite de perdas regulatórias.

Em 31 de janeiro deste ano, a Light respondeu em um Comunicado ao Mercado a um questionamento da CVM referente à notícia de que a companhia havia contratado a



Laplace Finanças, empresa especializada em reestruturação financeira. O comunicado foi recebido no mercado como um sinal de que a Light poderia ter dificuldades em refinar dívidas com financiamento próximo e após o fim do contrato de concessão - o que, claro, pressionaria sua liquidez.

O Art. 18 da Lei n.º 12.767/2012 veta a adesão de concessionárias de serviços de eletricidade a regimes de recuperação judicial e extrajudicial enquanto a concessão estiver vigente, o que restringe as alternativas para reestruturação financeira. Em resposta ao Comunicado ao Mercado e às incertezas quanto à renovação da concessão e suas eventuais condições, a ação da Light, negociada no Novo Mercado da B3, caiu cerca de 40% e seus *ratings* foram rebaixados: pela Fitch, de AA-(bra) para CCC(bra); pela S&P, de brA- para brBB-; e pela Moody's, de Ba3 para B3. No mercado de crédito privado, isso significou uma queda média de 45% no preço das debêntures negociadas em CDI+ e de 48% nos *bonds* (títulos de dívida emitidos e negociados no exterior) ao longo de fevereiro.

Mal vinham se estabilizando a abertura dos prêmios de risco e resgates da indústria após o caso da Americanas, e vem o raio no céu azul do evento Light. Acreditamos ser outro evento pontual; a questão toda foi o timing: muito próximos no tempo, a sensação é de um grande desconforto, não só no mercado como nas pessoas físicas que compram papéis incentivados, muitas vezes motivadas pela isenção de impostos, diretamente nas plataformas digitais.

Aqui cabe uma reflexão: defendermos que a pessoa física que quer investir em crédito privado deveria fazê-lo sempre via fundos de investimentos. Dessa forma, sempre contará com o apoio de equipes de gestores profissionais. No médio e longo prazos, um gestor independente de recursos tende a obter resultados melhores que os obtidos por um investidor individual. Há diversos fatores que reforçam isso; para ficar em uma lista breve:

(i) quem analisa os riscos de empresas e produtos financeiros é uma equipe experiente e dedicada, apta a orientar as decisões de investimento;

(ii) essa equipe monitora constantemente as alterações nas condições de mercado e nos riscos das empresas investidas;

(iii) ela também tem mais experiência e maior volume financeiro nas negociações de ativos no mercado secundário; e

(iv) dessa forma é possível diversificar riscos, mesmo para baixos volumes financeiros investidos.

Um processo assertivo de gestão de recursos começa com a seleção de bons riscos de crédito. Isso exige uma análise robusta e detalhada para identificar e entender o contexto operacional da empresa, sua saúde financeira atual, o momento do setor, quais as perspectivas financeiras e operacionais para os próximos anos e as barreiras de entrada, ameaças e sustentabilidade do negócio no longo prazo.

E, uma vez que as condições de mercado oscilam ao sabor de diversas variáveis, o processo de monitoramento e análise é contínuo: o desempenho financeiro e operacional da empresa, alterações setoriais ou regulatórias e outras mudanças precisam estar sempre no foco. Uma vez identificada uma deterioração na relação risco-retorno, o papel do gestor é desinvestir dos ativos o mais rápido possível.

Nem é preciso enfatizar que esse trabalho, intenso e técnico, supera em muitas ordens de grandeza o esforço que a pessoa física que investe individualmente pode



realizar. O aspecto comportamental é um capítulo à parte, mas uma pessoa física tende a reagir mais “com as tripas” (leia-se: de forma emocional) do que um gestor profissional. Isso acaba por levá-la a, por exemplo, sair de um investimento na baixa - que é justamente quando ele se torna mais atrativo e com maior potencial de retorno. Essa reação emocional leva a decisões precipitadas e, numa grande quantidade de vezes, a perdas irrecuperáveis.

É importante, então, que, ao analisar um fundo, o investidor em potencial verifique a experiência do gestor, a de seu time, e seu processo de investimento e monitoramento. E acompanhe as lâminas e cartas do gestor, para verificar se o que se diz é o que se faz.

Acreditamos também ser oportuno explicar aos nossos leitores um pouco dos conceitos e metodologias nos *ratings* mais baixos da escala, típicos de quando as empresas se encontram em situações especiais. Em resposta a eventos de crédito como os de Light e Lojas Americanas, as agências de classificação de risco ajustam os *ratings* - notas dadas às empresas, refletindo sua qualidade de crédito - a fim de capturar os novos riscos, por exemplo, de um emissor na iminência de um pedido de recuperação judicial.

O investidor precisa, então, ter uma ideia bem formada e informada sobre o que seja rating, e o que significa uma empresa atingir os níveis mais baixos: “D” ou “SD” (*default* [não-pagamento] e *default* seletivo, respectivamente).

Segundo a metodologia da S&P Global Ratings (uma das três maiores agências de classificação de risco do mundo), um rating “SD” significa que o devedor “entrou em *default* seletivo em uma emissão específica ou em uma classe de obrigações, mas continuará honrando tempestivamente suas obrigações de pagamento relativas a outras emissões”. A diferença em relação à classificação “D” é que o *default* neste caso “será geral e que o devedor não conseguirá pagar todas, ou quase todas, as suas obrigações no vencimento”.

O *rating* da Americanas, junto a S&P e Fitch Ratings é “D”. O racional de mudança de *rating* da S&P reflete a tutela cautelar, concedida à Americanas, para suspender pagamentos de todas as obrigações de seus instrumentos de dívida: para a agência, isso configura um *default* geral. Já a Fitch baseou sua mudança no pedido de recuperação judicial, o que significa reestruturação total de obrigações.

A escala e classificação de *ratings* da Moody’s Investor Services diferem das outras agências: a empresa recebe um “Ca”, um nível acima do menor *rating* possível. Significa que o emissor é altamente especulativo e provavelmente está em *default* ou muito próximo dele (com alguma perspectiva de recuperação do principal e dos juros).

Além disso, as agências também podem classificar um emissor como “SD” ou “D” no evento de uma reestruturação de dívida *distressed* - ou seja: que não ocorreu para otimizar ou melhorar sua estrutura de capital, mas sim porque o emissor não tem alternativa para a gestão de seus passivos.

Importa levar em conta que um *rating* não é como a Letra Escarlata, do romance do americano Nathaniel Hawthorne (que impunha um pesado ostracismo em quem era condenado a usá-la): o universo dos *ratings* não é estático. Neles vai embutido um horizonte de tempo - o que significa serem periodicamente reavaliados pelas agências. Podem ser reafirmados, rebaixados ou elevados. Vai depender das características daquele que o emissor exiba no momento da reavaliação. Um emissor com *rating* “D” ou “SD” pode, então, vir a ter sua nota elevada.



O *rating* da Americanas, por exemplo, há pouco tempo era brAAA - o mais alto da classificação. Dado o que aconteceu em 11 de janeiro, vieram os rebaixamentos para as categorias descritas acima. A Oi S.A., atualmente também em “D” pelas agências, chegou em 2012 a ser “BBB-” - ou seja: grau de investimento na escala global, refletindo alta capacidade de cumprimento de suas obrigações. Em 2017 foi rebaixada a “D” por pedido de recuperação judicial - mas em 2018 conquistou a categoria “B”. Oscilações de *rating*, portanto, são comuns. Refletem a capacidade de honrar obrigações financeiras em determinado momento. Fatores macroeconômicos ou específicos do emissor (ou alguma mistura de ambos) podem levar a melhoras ou piores.

Assim, se um emissor tem *rating* “SD” ou “D” devido a um pedido de recuperação judicial, o avanço ou mesmo a conclusão do plano podem favorecer uma elevação na nota de risco. Não que haja caráter necessário nisso - concluir o plano de recuperação não leva automaticamente à melhora na nota. Cada caso é um caso, a ser analisado.

Passemos agora ao Pulsar e ao mercado atual.

Fevereiro foi bastante desafiador para o mercado de crédito privado, inclusive para fundos como o Pulsar, que rodou abaixo do CDI mesmo sem sofrer impacto direto dos eventos Americanas e Light. O aumento da aversão a risco e o fluxo de notícias negativas em outras empresas se somaram ao momento turbulento, fazendo com que os resgates e a necessidade de mais liquidez dos fundos gerassem venda de papéis no mercado secundário - contribuindo, portanto, para a ampliação dos prêmios de risco.

O Trígono Pulsar aproveitou esse momento para investir parte de sua posição de caixa, beneficiando-se também da captação líquida positiva no mês passado. Assim, tivemos a oportunidade de aumentar exposição a emissores de excelente qualidade creditícia que eram vendidos com grandes descontos no mercado secundário. Não podemos deixar de mencionar a posição que fizemos em títulos de grandes e sólidos bancos brasileiros, atualmente o setor onde temos nossa maior exposição (com apenas 12%).

Com esses investimentos, diversificamos ainda mais o fundo e incrementamos o carregamento (taxa média ponderada de todos os títulos em carteira, incluindo posição em caixa, aplicada a CDI) do fundo para CDI + 2,24% a.a. (equivalente a 116% do CDI, contra CDI + 1,91% a.a. no mês anterior). Trata-se de um excelente nível de rentabilidade para créditos de alta qualidade (“high grade”), o que o *rating* médio da carteira (br.AA+), diversificado em 43 emissões de 39 emissores, deixa evidente.

Fevereiro foi desafiador também no mercado de crédito internacional latino-americano: a narrativa de ponto de inflexão da inflação nos EUA foi deixada de lado, com números ainda fortes de mercado de trabalho e inflação (serviços), além do forte consumo das famílias. Isso tudo levou a um deslocamento das taxas de juros norte-americanas a patamares mais elevados. Não temos dúvida de que, para alocadores de longo prazo, os níveis são muito interessantes e para fundos ainda não alocados (como o Trígono Pulsar), sem dúvida essa volatilidade se apresenta como um excelente ponto de entrada.

Independente dos desafios e ambiente de juros mais altos por mais tempo, tanto no mercado interno como no internacional, nós, como gestores e analistas, não podemos abrir mão em nenhum instante da diligência, da análise e do monitoramento criterioso dos créditos em carteira. Nesse aspecto, nosso produto, o Trígono Pulsar; nossa experiente equipe (incluindo CIO e gestor com mais de 25 anos no mercado de



crédito); e nossos modelos proprietários de *rating* interno e valor relativo de papéis são diferenciais para atravessar momentos de mares bravios.

Confiamos em que, no segmento em que atuamos, o pano de fundo para investir em crédito privado segue intacto. Passada a turbulência (leia-se: estancando os resgates da indústria), o Trígono Pulsar Blend estará muito bem-posicionado e ainda mais diversificado e atrativo, atuando na segmentação de maior liquidez e com os melhores riscos de crédito (“high grade”) na classe de ativos crédito privado.

A conferir o que o mês de março nos reserva!

Thaís Abdala, Analista de Crédito

Rômulo Bredt, CGA e CNPI - Analista de Crédito

Marcelo Peixoto, CGA - Gestor de Crédito Privado

Werner Roger, CIO Trígono Capital





# TRÍGONO

CAPITAL

ALÉM DO ÓBVIO

---

[www.trigonocapital.com](http://www.trigonocapital.com)

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