

**CENÁRIO**

“Sell in may and go away”

Finalmente um dos ditados mais respeitados do mercado financeiro não se concretizou. Em maio de 2017 houve a delação do Joesley, em maio de 2018 houve a greve dos caminhoneiros, há nove anos a bolsa não tinha rentabilidade positiva neste mês do ano. Como resultado, em dois períodos que se vislumbrava um bom ano, crescimento de PIB, o que se viu foram eventos pontuais de difícil, talvez impossíveis previsibilidade. Nunca é demais lembrar: não fosse os acontecimentos de maio de 2017 o Brasil estaria provavelmente diferente, com uma reforma da previdência já aprovada.

O Ibovespa terminou o mês de maio em alta de 0,7%, voltando à casa dos 97 mil pontos. Um sinal de que o mercado financeiro, que geralmente tende a se antecipar à economia real, pode estar vislumbrando uma melhor coordenação das pautas reformistas no congresso. O dólar comercial (PTAX 800) teve leve queda de 0,12%, fechando o mês em R\$ 3,94. A alta em 12 meses está em 5,45%. As curvas de juros pré-fixadas de 1, 2, 5 e 10 anos diminuíram marginalmente o prêmio de juros. Já a expectativa para o IPCA de maio, de acordo com a ANBIMA, é de 0,24%, o que levaria a taxa em doze meses para 4,77%, valor um pouco acima do centro da meta. Maio foi um mês agitado para o mercado de crédito privado, houve anúncio de muitas emissões que se efetivariam no próprio mês ou ainda dentro do semestre. Empresas como Unipar Carbocloro, Nubank, Copel, Dasa, Movida, entre outras foram a mercado buscar por investidores, mostrando que estão aproveitando o período de baixas taxas de juros e alta liquidez dos investidores para se refinanciar. O objetivo: tomar empréstimos a taxas melhores (menores) e alongar o prazo de seu passivo. Ou seja, utilizara janela de mercado para melhor gerenciar seu endividamento.

Pelo lado do investidor, entretanto, muitas dessas emissões têm vindo com taxas muito baixas, não compensando a relação risco/retorno exigida por nossos Fundos. Mesmo com a pressão para alocar a alta captação dos fundos (excesso de caixa), a gestão preferiu ficar de fora de algumas emissões.

Nossa estratégia para compensar o fechamento das taxas é dar bastante foco nas originações internas. O time de estruturação da Valora está fechando bons mandatos com empresas de alto potencial, nos mais variados setores. Estas operações que irão a mercado em breve têm estruturas robustas e prêmios que entendemos mais atrativos.

**VALORA GUARDIAN**

| <b>Desempenho</b> | <b>maio 19</b> | <b>Acumulado ano</b> |
|-------------------|----------------|----------------------|
| Guardian I        | 0,66%          | 3,17%                |
| % CDI             | 122,4%         | 122,4%               |
| Guardian II       | 0,64%          | 3,07%                |
| % CDI             | 118,4%         | 118,4%               |

A captação líquida da família Guardian foi de R\$ 14,2 milhões. Conseguimos alocar mais R\$ 10 milhões em um fundo multicedente multisacado que estava acordado. Este fundo no qual investimos possui uma alta subordinação junior (35%). Seu volume operado aumentou em 13%, mostrando que estão conseguindo dar vazão ao dinheiro captado, mantendo sua taxa média de cessão constante de aproximadamente 2,10% a.m., o que é um bom sinal, pois mostra que não está havendo desespero para operar “a qualquer custo”. Com uma das melhores taxas de inadimplência dos fundos que compõem a carteira, este é um ativo que contém as principais características que valorizamos em nosso portfólio. Management antigo e consolidado, baixa inadimplência, alta pulverização e rentabilidade adequada.

Houve também a primeira liquidação do FIDC CREDZ, onde a posição levada no bookbuilding foi distribuída entre nossos fundos, com ênfase na família Guardian. O FIDC CREDZ, foi criado para a administradora de cartões de mesmo nome. Com uma base de mais de 820 mil clientes, a quantidade de recebíveis que trabalham, faz com que a utilização do instrumento FIDC seja natural. O ativo possui uma estrutura robusta de proteção ao investidor. Possui por exemplo, um conservador mecanismo de quantidade mínima mensal (QMM), que estabelece um fluxo de recebíveis que deve transitar pela conta do FIDC.

Também diminuímos a posição em um ativo, por conservadorismo. Apesar de continuarmos considerando bom, sofreu um evento pontual de crédito. O evento aumentou sua PDD e diminuiu sua subordinação. Como na família Guardian a gestão foca em ativos com alta subordinação, com este evento achamos que o ativo não estava mais adequado às características desejadas para o produto. Nada, porém, impede que, superados os efeitos deste acontecimento, voltemos a investir no Fundo.

Essas movimentações de secundário tem uma característica importante, que é testarmos o mercado e a liquidez de nossos ativos. Mais uma vez a experiência foi positiva, conseguimos negociar os ativos desejados rapidamente e sem nenhum impacto de marcação.

Isto define o Guidance da gestão, que é a defesa do mandato outorgado pelo cotista. Não importa a classe específica do FIDC, o patrimônio do cotista está resguardado. Apenas como exemplo, este cuidado pode vir de várias formas: através da alta pulverização de cedentes e sacados; de um grande fluxo de recebíveis em excesso; uma alta subordinação; ou mesmo uma baixa inadimplência, dentre várias outras.

O Valora Guardian I rendeu 0,66% (122,36% do CDI) no mês. O Valora Guardian II rendeu 0,64% (118,38% do CDI) no mês. A alocação em ativos de crédito representou 82,4% do PL, dos quais 68,4% em cotas seniores, 7,4% em subordinadas mezanino e 6,2% cotas únicas; fundos DI representavam 17,6% ao final do mês. A posição de caixa aumentou devido a abertura do fundo.

## VALORA ABSOLUTE

| Desempenho | maio 19 | Acumulado ano |
|------------|---------|---------------|
| Fundo      | 0,56%   | 2,77%         |
| % CDI      | 102,5%  | 106,8%        |

O Absolute, como um fundo focado em debêntures, vem encarando dois grandes desafios: o possível fim do ciclo de queda da SELIC e a alta liquidez do mercado. A diminuição da taxa SELIC ocorrida nos últimos três anos trouxe ganhos ao portfólio relacionados ao fechamento das taxas de juros. Porém, este movimento parece estar próximo do fim, o que tem levado o gestor a procurar emissões com mais prêmios. Como contraponto, alta liquidez do mercado tem trazido emissões primárias com cada vez menos yield.

Como mecanismo de defesa estamos recorrendo a um rebalanceamento da carteira. Estamos saindo de debêntures que consideramos o risco de crédito excelente no secundário, pois não enxergamos ganhos por melhora no crédito. Estes ativos já colheram os ganhos de fechamento de curva de juros. Pelo outro lado, estamos aumentando nossos ativos estruturados como FIDCs e CRIs, que possuem mais yield e por ter menos transações no mercado secundário, consequentemente possuem menos volatilidade na marcação a mercado. Por fim, estamos utilizando nossa expertise para encontrar empresas com potenciais ganhos de melhora de crédito que o mercado ainda não enxergou.

Estes ganhos podem vir de uma melhora no management, uma melhora do setor, reperfilamento de dívida, piora de um concorrente num setor concentrado, um aumento de sua bancabilidade, dentre vários outros drivers que podem levar a uma melhora no risco de crédito de uma empresa.

Em maio alocamos JSL que paga CDI + 2,2%, empresa de logística que para otimizar seu core business, também atua como concessionária e locadora. Com uma diretoria experiente, enxergamos que a empresa passou bem pela imensa crise do setor que houve no Brasil. A empresa tem potencial para um ganho no crédito dentro dos drivers colocados acima. O Absolute, assim como o Guardian, também entrou no FIDC CREDZ, que têm um prêmio de CDI + 1,9%.

O Valora Absolute rendeu 0,55%, ou 102,4% em maio. O portfólio encerrou o mês composto por 4,72% em fundos líquidos, 20,94% em títulos públicos, 7,45% em emissões bancárias, 52,64% em debêntures, 10,39% em FIDCs e 3,98% em operações a termo. O fundo terminou o mês com R\$ 159 milhões de patrimônio líquido.

## VALORA HORIZON HIGH YIELD

| Desempenho | maio 19 | Acumulado ano |
|------------|---------|---------------|
| Fundo      | 0,87%   | 4,10%         |
| % CDI      | 161,1%  | 158,3%        |

Com um prazo de resgate maior (180 dias e gates) e mandato para comprar e concentrar sua carteira em classes de ativos de maior risco (quotas mezanino e subordinadas e operações estruturadas, o Fundo prossegue mantendo sua alta rentabilidade, explorando as oportunidades menos óbvias de retorno em crédito privado.

O Fundo é destinado a investidores profissionais, e utiliza a experiência da equipe de gestão e sua capacidade de originação de ativos alternativos para entregar retornos consistentes com os riscos tomados, mantendo a baixa volatilidade. Mais uma vez demonstrando a alta capacidade da gestão em originar ativos high-yield, durante o mês houve alocação de 2% do PL em ativos que rendem 200% do CDI.

O Valora Horizon rendeu 0,87% em maio (161,14% do CDI). O fundo encerrou o mês com R\$ 46,3 milhões. Alocados 5,4% em cotas Seniores de FIDCs, 57,1% em cotas subordinadas mezanino e 4% de cotas subordinada juniores. Em Fundos de cota única estão alocados 28,5%. Fechando a composição do portfólio, 2,5% alocados em CRIs com garantias reais, e 1,5% em caixa.