

# VALORA

INVESTIMENTOS

CARTA  
MENSAL

MARÇO  
2020<sup>3</sup>





## Os fatos, a intuição e a torcida

Todas as crises passam por fases idênticas, apesar de serem todas diferentes umas das outras. Na primeira fase os fatos são poucos e estatisticamente pobres, o que por natureza permite uma série de ilações e opiniões (ou palpites) que rapidamente se espalham pelos quatro cantos. Dezenas de soluções e conselhos passam a ser repetidos de forma informal e potencializados pelo poder de disseminação das redes sociais.

Na segunda fase os dados e os “medidores” começam a surgir. Entram em jogo as análises, os estudos e o academicismo. Ilações são substituídas por teorias, com direito a conclusões firmes e objetivas. Neste momento é que se criam as “verdades” absolutas.

Por fim, na sua terceira fase (da crise, não da recuperação...), quando tudo o mais resulta em conflito e falta de entendimento, entram em jogo a torcida. A espera é por “uma vacina” (neste caso literalmente, mas em outras crises no sentido figurado), um catalizador que possa alterar a inflexão da curva. Muitas vezes no final de todas as contas, trata-se do governo, com medidas monetárias, sanitárias, fiscais, expansionistas, etc... pois não existem soluções milagrosas como nos filmes.

Esta crise é igual, mesmo sendo diferente. As fases são as mesmas. A grande pergunta é em que fase estamos. Neste ponto é que nós seres humanos temos alguma diferença em relação aos computadores: apesar de todos os dados existentes eles não são neste momento capazes de nos responder de forma objetiva esta única questão: em que fase estamos? São milhares de modelos diferentes, todos com uma coisa em comum: o viés de quem os concebeu e a falta de informação micro e local que pode fazer toda a diferença do mundo. É aí que entra em jogo a experiência, precursora da intuição.

Apesar de todos as nossas rabugices (ninguém gosta de começar a perder quando tudo parecia que estava indo tão bem), a verdade é que entramos nesta crise, ou melhor, caímos nela de paraquedas, em um momento em que estávamos um pouco mais resistentes. Vejam por exemplo: (i) é a primeira vez que o soberano não faz parte da crise, e portanto pode tomar medidas expansionistas potentes, como a baixa da taxa de juros (já caiu 0,5% e as leituras são de mais quedas), a postergação de pagamentos de impostos, e mesmo a distribuição de um volume de recursos equivalente a três bolsas família para ajudar na manutenção dos menos assistidos; (ii) os bancos não são um problema adicional, mas sim um porto seguro. As alterações estruturais feitas a partir da crise de 2008, como o FGC, os DPGes e as distribuições via plataformas de investimentos deixaram as captações dos bancos mais “antifrágéis” e os tiraram da primeira linha do problema; (iii) o Banco Central tem uma artilharia pesada, e foi capaz de colocar uma bazuca da ordem de R\$ 1,3 trilhões de reais em funcionamento em matéria de semanas e, por fim, mas muito importante, (iv) não temos exposição de dívida externa relevante em outras moedas. Somos, a partir da criação do Fundo de Reservas Internacionais, net aplicadores em moeda estrangeira. Não é por acaso que a desvalorização do Real é uma notícia com muito menos importância do que as demais nos jornais.



Colocado este pano de fundo, vem a pergunta: e as empresas? Como ficarão?

Também no caso das empresas a situação no momento logo antes da crise era a melhor que já tinham vivido em décadas. A queda da taxa de juros (e da inflação) nos 18/24 meses anteriores tinha dado a elas a oportunidade de reforçarem suas estruturas de capital a custos adequados, além de permitirem crescimentos de receita e lucros. As taxas de financiamento caíram mais de 50% neste período e além disso, como vinham de um momento em que tinham ociosidade em suas instalações, não tinham ainda (mas estavam programadas para isso) iniciado obras de expansão relevantes, em sua vasta maioria.

Então, se todos estes elementos estavam colocados nos seus devidos lugares, de onde veio tamanho debacle nos mercados financeiros? O Índice Bovespa caiu 36,86% no mês de março, as empresas listadas perderam mais de R\$ 1 Tri de valor; o Real se desvalorizou em mais de 16% e as taxas de juros de papéis de primeira linha tiveram majoração de até 60% (de algo com 5,25% aa para entre 7,25 e 8,25%aa).

A resposta é que vem das ondas de choque produzidas pelas **expectativas futuras**. Expectativas estas que naquele momento eram **adivinhações educadas** muito baseadas na fase da crise em que estávamos. Os dados reais ainda eram (e em vários casos ainda são) poucos e dispersos. Não dá para compor um tabuleiro.

Ninguém sabe quando uma crise (ou esta) vai acabar. O que sabemos hoje e que não sabíamos há três semanas é a capacidade que o governo teria de tomar medidas (as vacinas) que pudessem contrapor e aliviar os principais sintomas da doença (neste caso a doença financeira, não médica): pontes de liquidez para ajudar as empresas e as pessoas físicas a atravessar a quarentena e fontes alternativas de captação para que os bancos possam atuar no financiamento de folhas de pagamento e mesmo possam abrir mão de recebimentos de dívidas no curto prazo sem gerar um efeito dominó nos resgates de aplicações.

É um fato já conhecido por todos que a palavra “renda fixa” é mal entendida e mal usada no Brasil. Demos este nome para uma classe de ativos financeiros a partir da tradução literal da palavra em inglês *fixed income* em uma época em que este conjunto de ativos tinha pouca profundidade e liquidez por aqui. Quando isso mudou, vendemos o produto como se ele não pudesse “perder valor”. É um conceito equivocado, por óbvio: a palavra pressupõe (e assim é na prática) que: guardado o risco de crédito (que a empresa emissora não vá à falência), o investidor terá um **fluxo garantido de pagamentos até o vencimento** como contrapartida ao valor investido, correspondente ao principal mais juros. Ninguém falou que ele teria um valor garantido caso quisesse sair no meio do tempo. Esse é o efeito que fez com que os Fundos de Renda Fixa acabassem por render negativo no mês de março. A criação no mercado brasileiro dos Fundos de investimento com resgates em D+1 (às vezes mesmo D0) somado à regulamentação que obriga os fundos a registrarem seu ativos *mark-to-market* (ou seja, pelo preço que possam ser vendidos hoje, e não carregados até o vencimento) e a conceituação errada na venda do produto levou a esta armadilha: o pânico no mercado, o medo que as empresas quebrem faz com que investidores resgatem, os gestores são obrigados a vender os papéis fora do tempo (para pagar os resgates), os preços caem (os retornos sobem) e este círculo vicioso se retro alimenta gerando um ciclo de quedas.



Nas crises sempre atuamos da mesma forma na Valora e ficamos muito atentos e buscando embasamentos factuais para entender em qual das fases acima estamos. As carteiras de nossos fundos (D+15, D+90, D+180) estão sempre adaptadas para cada uma delas: temos liquidez para responder aos resgates sem ter que promover uma venda desordenada de ativos, temos recursos de movimentação rápida para buscar oportunidades que aparecem no *sell-out* do mercado e temos posições estruturais que permitem ancorar os retornos de maneira a evitar volatilidades desnecessárias nas quotas. Em situações como a de março obviamente temos impactos (o Guardian rendeu 86% do CDI, ou menos que 100% do CDI no mês pela primeira vez em mais de 10 anos) mas estruturados desta forma temos conforto que as defesas internas (de crédito) estão nos seus devidos lugares. Somos especializados em ativos de crédito estruturado. São créditos de risco pulverizado, com subordinação estrutural (de fluxo) e de risco (quotas sub de FIDCs) que nos dão um para-choques contra os efeitos primários da crise e permitem reagirmos para adaptar os portfólios ao que vem pela frente.

Por fim, o que esperar do futuro próximo e a médio prazo?

Crises como esta são complexas e com múltiplas fontes: a médica, a econômica, a política e a comportamental. É inviável pensarmos que todas se alinharão de uma única vez de forma uníssona e coordenada. O mais provável é que emitam sinais dissonantes e fora de harmonia, o que deve levar o mercado a um efeito “cama elástica”. Devemos por algumas semanas conviver com altas e quedas mais ou menos intensas. Sabemos que **o tempo** é a solução neste caso, pois para o bem ou para o mal a crise médica se resolverá com seu decorrer. Depois virá a conta econômica, que provavelmente pagaremos durante alguns anos.



A estratégia Guardian, que tem mais de dez anos, tem três características principais:

- (i) Baixa volatilidade,
- (ii) prêmio acima do CDI, e
- (iii) baixo risco de crédito estrutural e “implícito”.

Em meio à maior crise em décadas vamos explorar cada um destes pilares, e nossa visão futura deles.

A baixa volatilidade do fundo se mantém. Com data base em 31/03/2020 as janelas de 12, 24 e 36 meses variam de 0,1% a 0,12%. Os ativos que compõem a carteira, que são os FIDCs, são produtos estruturados que já embutem prêmios de risco maiores do que outros ativos mais líquidos. Por conta disso, não possuem as grandes marcações nos preços que temos visto nos ativos líquidos de crédito privado, como as debêntures. Desta forma, o fundo aumentou bastante a sua atratividade em meio a esta crise, em que a maioria dos ativos do mercado tem apresentado uma volatilidade acentuada. Para o futuro não vemos esta situação se alterando, a baixa volatilidade deverá ser mantida e o Fundo pode representar importante papel na ancoragem de portfólios de investimento.

A família Guardian consistentemente entrega prêmio acima do CDI, e nunca rendeu negativo. Em março o fundo rendeu um pouco abaixo do normal (CDI + 1,1%), o que não era nossa expectativa para o mês. Depois de vários esforços da Gestão o Fundo vinha aumentando seu prêmio (excedente ao CDI) dia a dia. Enquanto em janeiro o fundo entregou 117% do CDI, em fevereiro tivemos o aumento para 122%, e a expectativa era que já em março o fundo atingisse a nova meta de rentabilidade de 125% do CDI. Porém, o fundo mantinha parte de seu caixa alocado em fundos líquidos de crédito privado, estratégia que sempre trouxe um pouco a mais de prêmio, e estes fundos foram bastante afetados negativamente pelas marcações a mercado das debêntures. Um percentual de aproximadamente 5% do PL do fundo acabou rentabilizando negativamente (por marcação, não por evento de crédito). A gestão está reduzindo a exposição nestes fundos de crédito privado até zerar a exposição, processo que tem de ser feito com o devido cuidado diante do tamanho do fundo. Estamos trabalhando com afinco para a regularização da rentabilidade em abril.

Por fim, mas de fato o mais importante: o principal pilar da estratégia é obviamente o baixo risco subjacente de crédito. Entendemos que exposição a marcações a mercado é inevitável e à Volatilidade, por mais que seja baixa, também será componente sempre existente no portfólio. O que merece sempre total atenção é o risco das posições investidas pelo Fundo, e, de maneira mais específica, se o risco de crédito está em processo de deterioração.

A Gestão não identificou, até este momento, e baseada em um detalhado acompanhamento diário, o recrudescimento acima do que seria normal deste risco.



Para um melhor entendimento deste ponto, vale uma explicação um pouco mais aprofundada sobre a composição de ativos dentro da carteira do Fundo. A carteira da família Guardian é basicamente composta por:

1. FIDCs massificados: carteiras de recebíveis de cartão de crédito e utilities (setores de serviços básicos como água e energia). Nestes Fundos a análise é feita estatisticamente em cima da pulverização dos devedores. São recebíveis que, devido à natureza da crise, terão uma certa inadimplência acima da histórica. São, contudo, fundos estruturados para aguentar este tipo de evento. Contam, por exemplo, colchões de liquidez em caixa, excesso de recebíveis transitando pelas contas de garantia da operação, e, adicionalmente, fundos de reserva para fazer frente a inadimplências temporárias.

2. FIDCs multi cedente/sacados. São fundos compostos por recebíveis resultantes das relações comerciais entre as empresas. Estes fundos possuem carteiras de prazo médio curto (entre 40 e 60 dias) e adimplência entre 85% e 95% da carteira. Estes foram os primeiros FIDCs criados pela indústria, e seus gestores e consultores de crédito tem uma experiência grande na travessia de crises ao longo dos últimos 15/20 anos. O primeiro movimento que se vê neste mercado é a redução no volume de operações de crédito, fazendo com que os recursos emprestados pelos fundos comecem a ser recebidos de volta. É esperado que exista aumento nos atrasos das carteira. Nossa avaliação é que as subordinações atuais das carteiras (a subordinação média da carteira do Guardian é superior a 45%) são suficientes para proteger as quotas mais seniores dos fundos. Não enxergamos em nenhum de nossos FIDCs investidos, até o momento, a possibilidade de alguma perda nas cotas mezanino e sênior.

3. FIDCs de crédito consignado: são fundos que financiam as operações de empréstimos consignados feitos e repassados por instituições financeiras. São bastante pulverizados (ticket médio de operações abaixo de R\$ 3 mil) e o risco de pagamento é, na maior parte das vezes, o soberano brasileiro (caso do INSS e da Previdência Militar). Estes fundos contam com subordinações robustas e com spreads de crédito que compensam em muito potenciais inadimplências do sistema. São fundos que contam com proteções como seguros de vida dos devedores e contam com pulverização geográfica nacional.

4. FIDCs Corporativos: são resultantes da (i) venda da carteira de clientes, ou (ii) da compra de recebíveis de fornecedores de grandes empresas e grupos empresariais do País. Em ambos casos as carteiras contam com subordinações para cobrir as primeiras perdas e trabalham com excedentes de garantias na sua estrutura de fluxo. Os fundos são mecanismos importantes na composição de capital de giro das empresas e são controlados bastante de perto pelos gestores e administradores. Exemplos de empresas que têm estruturas de FIDCs como estas são a BRF, a Braskem e a Volkswagen, entre outras.

A carteira do Guardian é composta por diversos fundos de cada uma das categorias acima citadas, de forma a compor um portfolio equilibrado de risco, subordinação e retorno adequados. Esta composição é permanentemente reavaliada, buscando aproveitar as oportunidades que o mercado oferece de compra de valor. Temos visto excelentes oportunidades na aquisição de quotas no secundário de FIDCs.



Adicionalmente, e como reflexo da pandemia do COVID19, medidas estão sendo tomadas pelos maiores administradores de FIDC do mercado, na esteira de comunicados da CVM e ANBIMA, como, por exemplo, a de liberar a prorrogação do vencimento dos títulos por até 60 dias sem a constituição de atraso ou PDD. É uma medida bastante relevante em um momento de crise e baixa liquidez. Necessariamente os sacados (devedores) precisarão adiar alguns pagamentos. O comércio não está funcionando, muitas áreas estão paradas e conseqüentemente a cadeia de consumo está em níveis muito menores que anteriormente, e ainda demorará a se recuperar. Caso esta medida não fosse adotada, os atrasos poderiam disparar eventos de avaliação, que poderiam virar eventos de liquidação nos fundos. A maioria dos fundos conseguiria honrar cotas seniores e mezaninos, mas teriam grande prejuízos em relação a subordinada. A resultante poderia ser um evento sistêmico na indústria e até a extinção de alguns fundos. Claramente é uma medida que veio em boa hora e alinhando interesses.

Como já falado anteriormente, em meio ao caos surgem boas oportunidades. O mercado secundário tem apresentado taxas bastante atrativas. Muitas vezes as taxas representam muito mais uma situação de iliquidez do mercado, do que efetivamente um aumento de risco de crédito do devedor ou da carteira de devedores. No mês de março conseguimos comprar FIDC Syngenta, que é um ativo AAA pela FITCH emitido a CDI + 1,35% a.a. por CDI + 6% a.a. Este FIDC possui a Syngenta como cedente majoritária dos direitos creditórios do fundo. Existem vários pontos de alinhamento desta gigante do setor agrícola com o fundo: ela é a cotista mezanino, inadimplentes com o fundo não poderão comprar produtos com a empresa e somente a melhor parte da carteira de recebíveis da empresa serão vendidas para o fundo. Considerando que os compradores dependem bastante dos produtos da empresa, isto mitiga a possibilidade de não arcarem com suas dívidas. Adicionalmente, o setor agro é um dos últimos numa lista de setores afetados pelo COVID-19, e ainda vão se beneficiar com o real tão desvalorizado. Dados estas características do ativo, achamos que CDI + 6% é um prêmio absolutamente alto e uma boa oportunidade do fundo aumentar seu accrual sem aumentar o risco.

Outro fundo que entramos no secundário, mais uma vez aproveitando disfunções no mercado secundário de ativos foi FIDC Imperium. Este FIDC também é um AAA da Fitch, foi emitido a 108% de prêmio sobre o CDI, e conseguimos comprar no mercado secundário a um prêmio de 166% do CDI. Como a duration do ativo é de mais de 3 anos, a compra fora da curva de emissão trouxe um bom ganho financeiro. Mais uma vez reforçando que nossa preocupação é sempre com o risco da carteira, Furnas é outro ativo que vislumbramos apenas iliquidez no mercado e não risco de crédito. Furnas é uma controlada da Eletrobrás, que garante 23,5% da dívida total do grupo. As pessoas continuarão consumindo energia elétrica, mesmo em meio à crise. E o fundo possui um fluxo mensal de 1,5 vez o serviço da dívida, mais despesas e composição de reserva. Caso a cobertura não seja cumprida por três meses consecutivos ou quatro alternados, a amortização será acelerada e todos os recursos serão utilizados para pagar cotas. Portanto é um ótimo ativo para se ter na carteira a uma taxa de 166% do CDI.

Nossa atenção está redobrada, apesar de colocado que estamos confortáveis com os ativos, o cenário atual é bastante volátil. E todos estão acompanhando os mínimos detalhes dos investimentos, para antecipar possíveis mudanças.

O Valora Guardian I rendeu 0,29%, ou 85,9% do CDI em fevereiro. O Valora Guardian II rendeu 0,26%, ou 78% do CDI, no mês. A alocação em ativos de crédito (Guardian Master) representou 93% do PL, dos quais 70,4% em cotas seniores, 15,84% em subordinadas mezanino e 6,76% cotas únicas; fundos DI representavam 7% ao final do mês.



No mês de março, o fundo obteve um retorno de -2,73%. Ao longo do período, vivenciamos a evolução de uma forte crise macroeconômica advinda principalmente do avanço territorial da COVID-19 no mundo, causando uma desestabilização dos preços e o arrefecimento da liquidez em praticamente todos os mercados. Como consequência, identificamos uma disfuncionalidade muito grande no mercado secundário, onde ativos high grade foram negociados a taxas elevadas, independente da sua duration ou de seu setor de atuação.

Em contraponto à discussão de abertura de spread, salientamos que a situação de crédito das companhias investidas continua confortável. Em nossa carteira, temos uma predominância de debêntures de empresas consideradas high grade. Essas companhias possuem robustez de caixa e um endividamento confortável e longo, o que traz uma tranquilidade maior nesse momento de crise. Ademais, ao nosso ver, não estamos expostos a nenhum dos setores que mais serão afetados pela pandemia como, por exemplo, os ramos de vestuário, aviação e turismo.

Importante ressaltar que essa abertura de taxa se deve, em sua grande parte, à expansão do número de pedidos de resgates dos fundos líquidos do mercado de crédito privado, tendo uma concentração mais elevada nos fundos com prazo de resgate menor que 5 dias. Do ponto de vista dos gestores, a lógica é a seguinte: Deve-se juntar caixa, através da venda de ativos, para que os resgates pedidos e projetados no curto prazo possam ser honrados. Por conseguinte, os gestores destes Fundos priorizam na venda os ativos mais líquidos, que possuem uma facilidade maior de serem negociados a um preço justo, e, posteriormente, os ativos mais curtos, que impactam a cota do Fundo numa intensidade menor. Esses papéis, que foram os primeiros a serem negociados, foram mais afetados. Entretanto, o movimento de resgate nesses fundos foi tão elevado que obrigou os gestores a se desfazerem não só dos ativos que estavam em primeiro da fila, mas também dos ativos que são longos e menos líquidos. Dado o cenário, praticamente todos os ativos foram “queimados” a um preço injusto e, por consequência, precificados de forma negativa. Todo esse movimento, mesmo que não tenha sido feito por nós, impacta a cota do fundo negativamente haja vista que a precificação dos ativos é basicamente a mesma para o mercado como um todo.

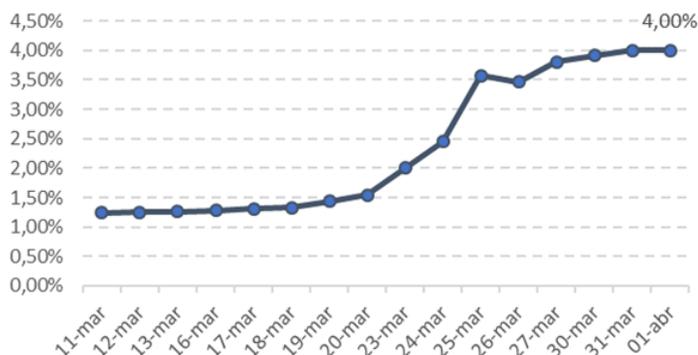
De forma geral, entendemos que o movimento de marcação a mercado está perto do fim, com uma possível estabilização dos spreads nos níveis que temos visto negócios na última semana (já houve um certo achatamento das taxas na primeira semana de abril). Obviamente, não é possível mensurar até quando teremos volatilidade no mercado de crédito privado, mas entendemos que o pior já tenha passado. Dito isso, apesar de todo o cenário aparentemente “feio”, temos o seguinte lado positivo: O fundo agora possui uma carteira com excelentes retornos associados a ótimos riscos, propiciando um carregamento elevado.

O carregamento de um fundo nada mais é que a rentabilidade sintética de todos os ativos da carteira. Para deixar mais claro, o carregamento significa a rentabilidade que a carteira terá caso todos os ativos sejam mantidos até seu vencimento e caso não haja nenhum evento de crédito.

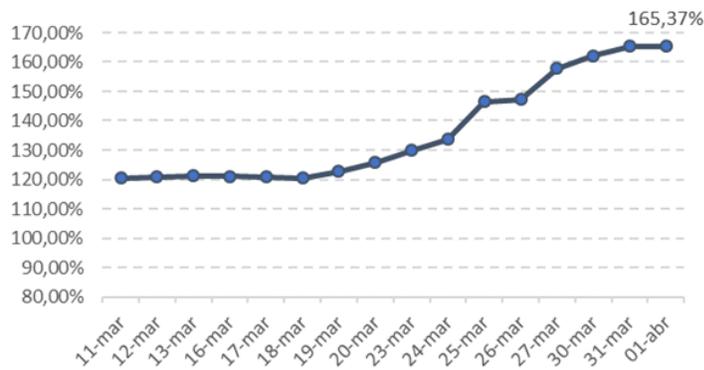
# VALORA ABSOLUTE



### EQTL13



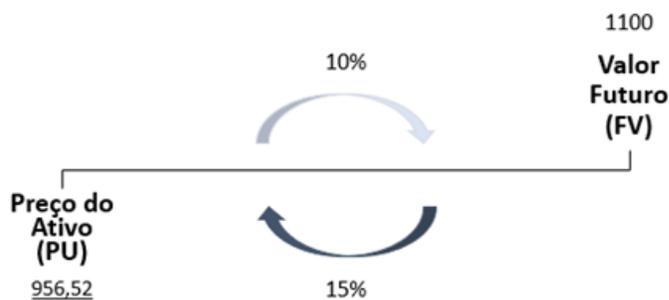
### LORTA3



### CENÁRIO 1



### CENÁRIO 2



Exemplificando, vamos imaginar que uma companhia emite uma debênture hoje, precificada em 1.000 e emitida a uma taxa de retorno de 10%, com prazo de um ano. No cenário 1, o papel está “marcado” na mesma taxa de emissão (10%). Percebemos que o preço do papel continua o mesmo se comparado ao que foi emitido (1.000), e identificamos um fluxo de pagamento por parte da companhia de 1.100 no prazo de um ano.

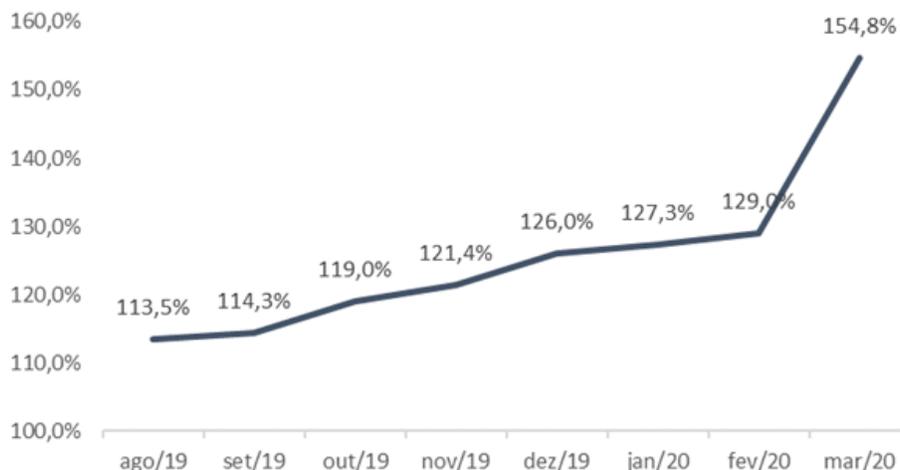
No cenário 2, o papel abriu e está “marcado” a uma taxa de 15%, ou seja, o mercado está exigindo um prêmio maior para correr o risco do ativo. Se trouxermos o fluxo de pagamentos a Valor Presente (taxa de 15%), será possível observar uma depreciação do ativo, que deslocou seu preço para 956,52.

De forma análoga, como exemplificado nos gráficos acima, que representam a evolução da precificação das debêntures da Localiza (AAA) e da Equatorial Energia (AAA) no período de um mês, praticamente todas nossas debêntures sofreram esse mesmo movimento de abertura. Entretanto, atentemos para um fato: O Valor Futuro pago pela empresa continua o mesmo (1.100), ou seja, em termos de solvência, a única pergunta que devemos fazer é se a empresa realmente é capaz de honrar esse pagamento no final do prazo de um ano.

Como dito anteriormente, a carteira do Absolute é formada por papéis de dívidas de empresas grandes, com forte geração de caixa e, por consequência, boa capacidade de pagamento de dívida tanto no curto quanto no longo prazo.



## Carrego dos Ativos

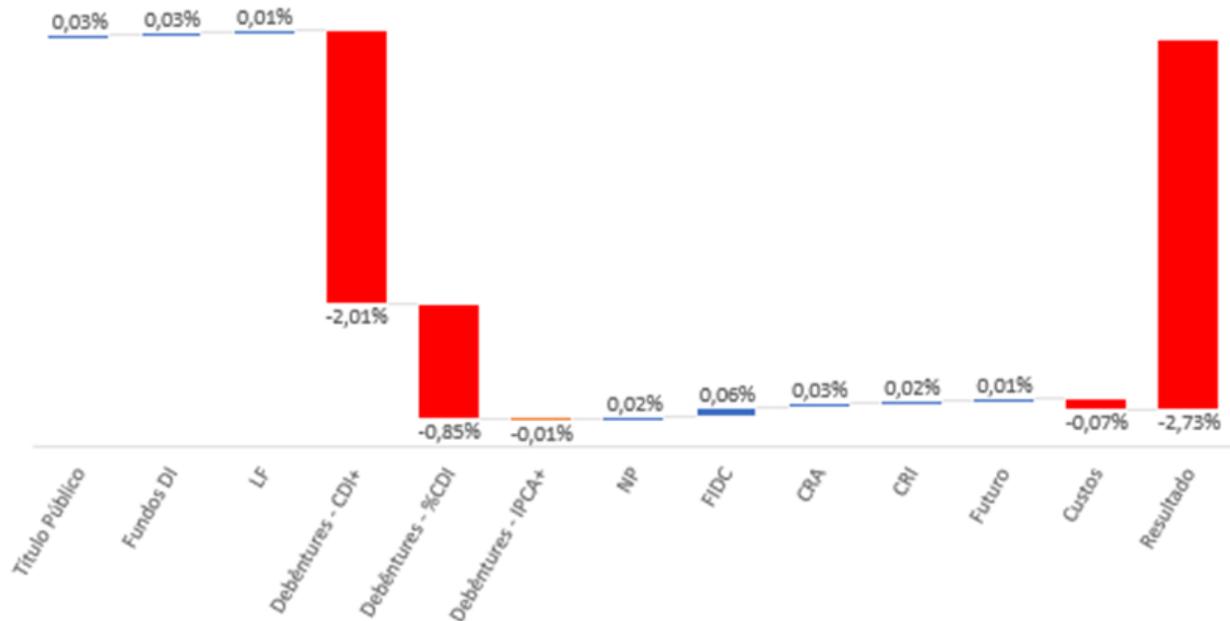


Ao longo do mês, dado o cenário adverso, não participamos de nenhum bookbuilding. As ofertas de “março” ficaram on hold, o que deve acontecer também para as ofertas que estavam previstas para abril e maio. As únicas operações primárias que ocorreram nas últimas três semanas foram completamente encarteiradas pelos grandes bancos.

Os papéis que obtiveram melhor desempenho foram: FIDC Capital BR (298,6%CDI), FIDC Saneago IV Sn (254,1%CDI) e CRI Praias III (252,8%CDI). Em contrapartida, os ativos GRRB14 (-3930,4%CDI), VAMO22 (-3700,4%CDI) e EQTL13 (-3512,3%CDI) foram os que mais retraíram seu preço (lembrando que continuarão pagando o mesmo nos seus vencimentos, como explicado anteriormente).

A carteira encerrou janeiro alocando 63,0% em debêntures/NPs; 4,3% em emissões bancárias; 15,4% em CRAs/CRIs/FIDCs e 22,5% em títulos públicos/fundos DI.

	% PL	% CDI	Contribution
<b>Título Público</b>	8,9%	98,7%	0,03%
<b>Fundos DI</b>	13,6%	70,7%	0,03%
<b>LF</b>	4,3%	63,7%	0,01%
<b>Debêntures</b>	57,8%	-1621,6%	-2,87%
<i>Debêntures - CDI+</i>	13,5%	-1832,5%	-2,01%
<i>Debêntures - %CDI</i>	43,8%	-1566,3%	-0,85%
<i>Debêntures - IPCA+</i>	0,4%	-601,5%	-0,01%
<b>NP</b>	5,3%	148,7%	0,02%
<b>FIDC</b>	8,2%	187,4%	0,06%
<b>CRA</b>	4,5%	205,0%	0,03%
<b>CRI</b>	2,6%	218,6%	0,02%
<b>Futuro</b>	-	-	0,01%
<b>Custos</b>	-	-	-0,07%
<b>Resultado</b>			-2,73%



Dado a conjuntura atual, não é possível mensurar até quando iremos passar por esse período de volatilidade. Entretanto, algumas medidas tomadas pelo Banco Central e pelo governo tendem a conduzir para uma estabilização/melhora nos preços. Dentre elas, as principais são:

- Liberação da utilização de debêntures para a composição de compulsório, aumentando a liquidez do sistema de crédito;
- Injeção do BC de R\$ 1,2 trilhão em liquidez no sistema bancário, volume quase 5 vezes maior que o utilizado na crise de 2008. Essa medida busca manter o fluxo de crédito na economia e assistir a liquidez da indústria de fundos de investimentos;
- BC emprestará a bancos com garantia de Letras Financeiras, liberando R\$ 670 bilhões na economia;
- Proposta de Emenda Constitucional que dará autorização ao BC para comprar e vender títulos de crédito privado no mercado secundário, também conferindo liquidez ao sistema.

Ao nosso ver, todas essas medidas serão suficientes para solucionar as questões de liquidez da indústria e, por consequência, estabilizarem os preços dos ativos. Continuamos atentos ao mercado secundário visando captar qualquer tipo de oportunidade de compra e equalizando as concentrações dentro da carteira. Entendemos que, como dito anteriormente, o fundo está com ótimos riscos atrelados a retornos atrativos, levando a um carregamento bom para a vida do produto.



Em março, os efeitos econômicos da disseminação do COVID-19 começaram a ser sentidos “diretamente” pelo mercado brasileiro, na medida em que o vírus se difundiu pelo território nacional e a economia foi reprimida pelas medidas de contenção da pandemia. O resultado foi uma desestabilização aguda do mercado de capitais. Verificou-se, no mercado de crédito, uma abertura generalizada de spreads desproporcional a quaisquer pioras de risco, e a consequente distorção da relação risco-retorno da maior parte dos ativos líquidos. Neste cenário, a estratégia de investimento do Horizon em produtos estruturados high yield, que por natureza se situa fora do mainstream do crédito privado, se mostrou um escudo eficaz frente às movimentações desfavoráveis do mercado, proporcionando ao fundo um retorno de 167,84% do CDI no período.

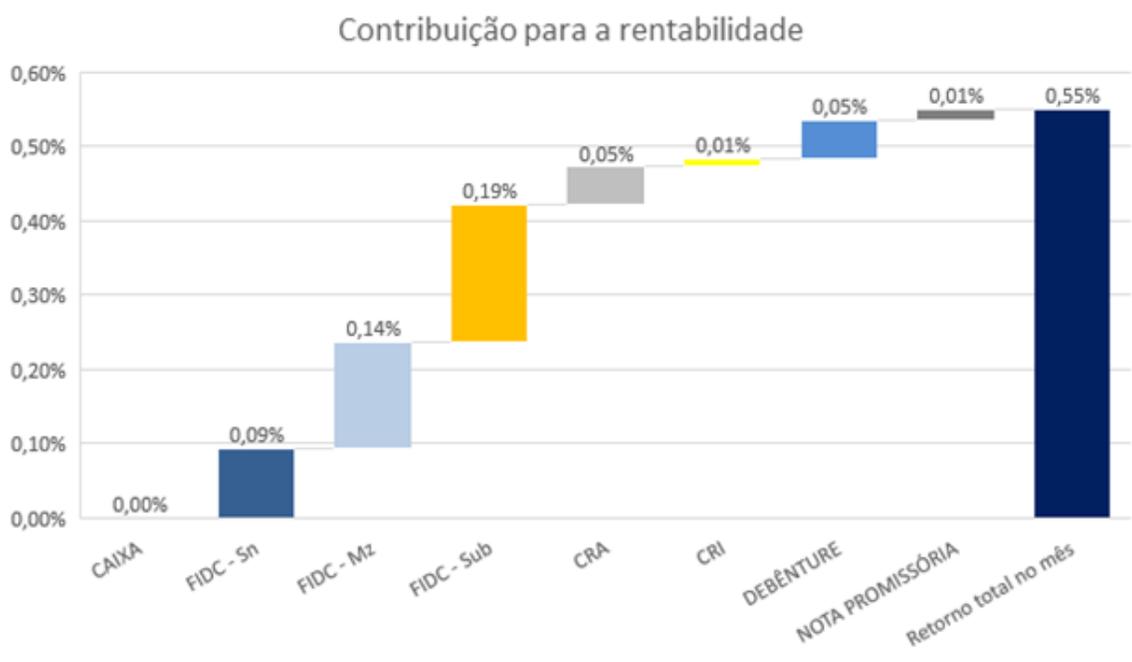
Em meio aos transtornos descritos, surgiram oportunidades interessantes de investimento dentro do mandato do fundo. Mais que nunca, foi possível incorporar produtos de riscos bastante óbvios a taxas de remuneração high yield. Foi o caso do FIDC Syngenta, classificado como AAA pela Fitch e negociado a CDI + 6% a.a. Entre estes, também, um fundo de empréstimos consignados estruturado pela Gestora (risco de crédito óbvio e remuneração de 170% do CDI). As oportunidades foram muitas, e investimos mais de 12 milhões de reais ao longo do mês.

Quanto à composição da carteira, ao final de março o patrimônio do fundo estava distribuído da seguinte forma: 5,0% em fundos DI; 0,6% em títulos públicos; 9,5% em debêntures emitidas por companhias de capital fechado; 1,8% em CRIs com garantias reais; 11,7% em CRAs; 2,9% em notas promissórias; e 68,5% em FIDCs, sendo 13,2% classificados como não-padronizados. Entre as 5 maiores concentrações da carteira, 4 são produtos estruturados e geridos pela Valora, e que, portanto, são acompanhados minuciosamente. São eles: um fundo exclusivo que aplica quase a totalidade de seus recursos em cotas subordinadas de um FIDC de recebíveis de uma das maiores empresas da indústria petroquímica brasileira (Braskem), cuja inadimplência é baixíssima; um CRA de uma empresa de trading de grãos de posicionamento bastante estratégico, que vem apresentando números cada vez melhores e que tem como investidora um dos maiores players da indústria de alimentos (Bunge); cotas mezanino de um FIDC destinado a operações customizadas cujos sacados são aprovados individualmente em comitê interno, hoje predominantemente empresas do agronegócio; e um FIDC de financiamento à construção imobiliária que opera sem inadimplência e conta com garantia real dos terrenos, fiança da incorporadora e cessão fiduciária do fluxo de recebíveis da operação (LTV máximo de 40%).

Já no caso dos CRIs, são estruturas de crédito com excesso de garantia real. Os CRIs que temos em carteira, especificamente, não têm dependência de pagamentos de aluguel para seu repagamento, estando atrelados ao risco dos incorporadores e da venda dos ativos em garantia. Como a relação de garantia destas operações é superior a 150%, estamos confortáveis de que em uma situação de estresse conseguiríamos recuperar nossos recursos através da liquidação desta. Adicionalmente, os CRIs contam com estruturas de “fundos de reserva”, que garantem o pagamento dos juros das operações enquanto os ativos estão sendo liquidados, em caso de default de seu pagamento. Esta estrutura evita que marcações sejam feitas na carteira, o que impactaria a quota de forma desnecessária e geraria volatilidade no Fundo.



Quanto às cotas subordinadas de FIDCs, seu conjunto representa menos 2% do patrimônio líquido do Fundo. Apesar de sua exposição ao risco, vemos com conforto o risco de performance destes fundos específicos frente à crise. Primeiramente, pela ótima qualidade das carteiras cedidas a ambos os FIDCs. Não apenas isso, como também pela postura conservadora por parte das gestoras/consultoras de crédito, que tomaram rígidas providências em termos de revisão de limites de crédito, exigência de garantias adicionais e diminuição dos volumes operados. Além disso, uma das empresas em questão tem como maioria dentre seus sacados empresas de setores que consideramos menos afetados pela atual situação, como alimentação básica e produtos de higiene. Apenas como exemplo, esta classe de ativos foi a que mais contribuiu para a rentabilidade do Horizon no mês de março, a despeito dos efeitos da crise já sentidos no mercado.



Diante de todos os pontos elencados, e obviamente ressaltando o fato de estarmos extremamente vigilantes e atentos às alterações nos mercados, consideramos que o mercado de crédito high yield deverá ser (considerando que sob gestão experiente) um porto seguro para a volatilidade e, além disso, uma oportunidade de remunerações diferenciadas com riscos de crédito de alta qualidade.

# DISCLAIMER

I - Este material não se configura um relatório de análise, conforme a definição da Instrução nº 598/2018 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tampouco uma consultoria de valores mobiliários, conforme a definição da Instrução CVM nº 592/2017.

II - Esta mensagem tem conteúdo meramente informativo, não devendo, portanto, ser interpretada como um texto, recomendação de investimento, relatório de acompanhamento, estudo ou análise sobre valores mobiliários e seus emissores que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

III - Investimentos ou aplicações em títulos e valores mobiliários envolvem riscos, podendo implicar, conforme o caso, na perda parcial ou integral do capital investido ou ainda na necessidade de aporte suplementar de recursos.

IV - A presente publicação e todos seus elementos literais e gráfico constituem uma obra autoral protegida, estando os direitos sobre a mesma reservados.

V - A Valora Gestão de Investimentos não será responsável por perdas diretas, indiretas ou lucros cessantes decorrentes da utilização deste material para quaisquer finalidades.

VI - Quaisquer referências e rentabilidades passadas não significam de qualquer forma a garantia ou previsibilidade de rentabilidades futuras.

VII - O Investimento em fundos não é garantido pelo administrador, pelo gestor, por qualquer mecanismo de seguro ou pelo Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Este material não deve ser considerado a única fonte de informação para embasar qualquer decisão de investimento. Dentre outras fontes, ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do Regulamento, do Formulário de Informações Complementares e da Lâmina de Informações Essenciais, se houver, antes de Investir.

VIII - As opiniões expressas neste material podem ser alteradas sem prévio comunicado e não constituem oferta de compra ou de venda de títulos ou valores mobiliários ou de instrumentos financeiros de qualquer espécie. Por conseguinte, a Valora Gestão de Investimentos se isenta de toda e qualquer responsabilidade por eventuais prejuízos decorrentes de decisões tomadas por investidores com base no conteúdo deste material. Para mais informações, acesse: [www.valorainvest.com.br](http://www.valorainvest.com.br)



Autorregulação  
**ANBIMA**



# VALORA

INVESTIMENTOS

Valora Gestão de Investimentos Ltda.

Rua Iguatemi, 448 - Conj. 1301 - Itaim Bibi - São Paulo-SP

Telefone: +55 11 3016-0907

Contato: [ri@valorainvest.com.br](mailto:ri@valorainvest.com.br)