

A Curva de Galton no Crédito Privado:

Da Normalidade Estatística
à Seleção Estratégica

Time Crédito Privado

Sami Karlik, CFA
sami.karlik@tivio.com

Pedro Bento, CGA
pedro.bento@tivio.com

José Ávila
jose.avila@tivio.com

Luciana Pimentel
luciana.domingos@tivio.com

Gabriel Bernasconi
gabriel.bernasconi@tivio.com

Gabriel Real
gabriel.real@tivio.com

Pedro Nobre
pedro.nobre@tivio.com

Time Research

Enrico Trotta
enrico.trotta@tivio.com





A Curva de Galton no Crédito Privado

Da Normalidade Estatística à Seleção Estratégica

No final do século XIX, o estatístico e polímata britânico **Francis Galton** construiu um dispositivo curioso — uma engenhoca de madeira e pregos metálicos pela qual bolinhas de chumbo caíam, uma a uma, até se empilharem em colunas na base. A máquina — mais tarde conhecida como a **Máquina de Galton** — demonstrava um princípio fundamental da estatística: quando o acaso é o único fator, os resultados tendem a se organizar de forma previsível, compondo a curva normal, ou curva gaussiana.



Esse experimento, fascinante em sua simplicidade, foi elevado à condição de metáfora por gerações de cientistas, economistas e investidores. A curva de Galton simbolizava um mundo onde a média é representativa, os extremos são raros e o conforto estatístico parece possível.

E o que a famosa “Curva de Galton” tem a ver com a nossa Carta do Gestor de Crédito Privado?

Ao longo do tempo, os retornos dos fundos de crédito privado no Brasil tendem a convergir para uma distribuição estatística próxima à curva normal, com a maioria das observações concentradas em torno da média e eventos extremos (positivos ou negativos) ocorrendo com menor frequência. Esse comportamento reflete a diversificação das carteiras, a previsibilidade dos fluxos de caixa e o perfil de risco dos ativos de crédito privado. No entanto, em momentos de mercado mais desafiador, a simetria dessa curva pode ser alterada, exigindo maior diligência por parte dos gestores.

Em 2024, observamos que muitas empresas fizeram o dever de casa ao alongar seus passivos e fortalecer seus balanços. Esse movimento foi positivo para a qualidade de crédito geral do mercado High Grade, reduzindo riscos de liquidez. Por outro lado, o ambiente macroeconômico

tornou-se mais desafiador, com taxas de juros elevadas impactando o custo de capital e a dinâmica operacional das companhias. Esse novo contexto reforça a importância de uma gestão ativa e criteriosa na seleção dos ativos de crédito.

A atual compressão dos *spreads* de crédito, que reflete o alto fluxo para os fundos de crédito no último ano, impõe um desafio adicional: manter retornos consistentes ajustados ao risco. Diante desse cenário, é importante buscar oportunidades com melhor relação risco-retorno, mesmo que isso envolva alocações em ativos fora do centro da “curva normal” — desde que amparadas por análise fundamentalista sólida e diligente.

A estrutura de análise de crédito da casa tem um papel fundamental nesse processo. Com uma equipe experiente e processos rigorosos de avaliação, é possível identificar ativos que, apesar de oferecerem prêmios mais atrativos, mantêm fundamentos resilientes e capacidade de geração de caixa adequada. Essa diligência permite navegar com segurança em um ambiente onde os prêmios de risco são mais restritos, sem comprometer a qualidade da carteira.

Nesta carta, compartilhamos como estamos preparados para o cenário de *spreads* menores, onde as oportunidades também estão nas caudas.

CAPÍTULO 01



2024: O Ano da Curva de Galton no Crédito Privado

O ano de 2024 foi bastante favorável para a indústria de fundos de crédito, com retornos consistentes.

Ao longo do ano, o volume de captação líquida dos fundos foi de **R\$ 332 bilhões*** (vs. resgates líquidos de R\$ 38 bilhões em 2023), o que gerou forte demanda por ativos de crédito e resultou em compressão significativa dos *spreads* — impactando positivamente o desempenho dos fundos.

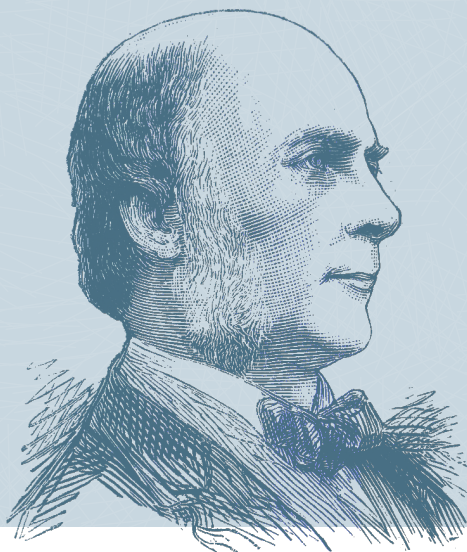
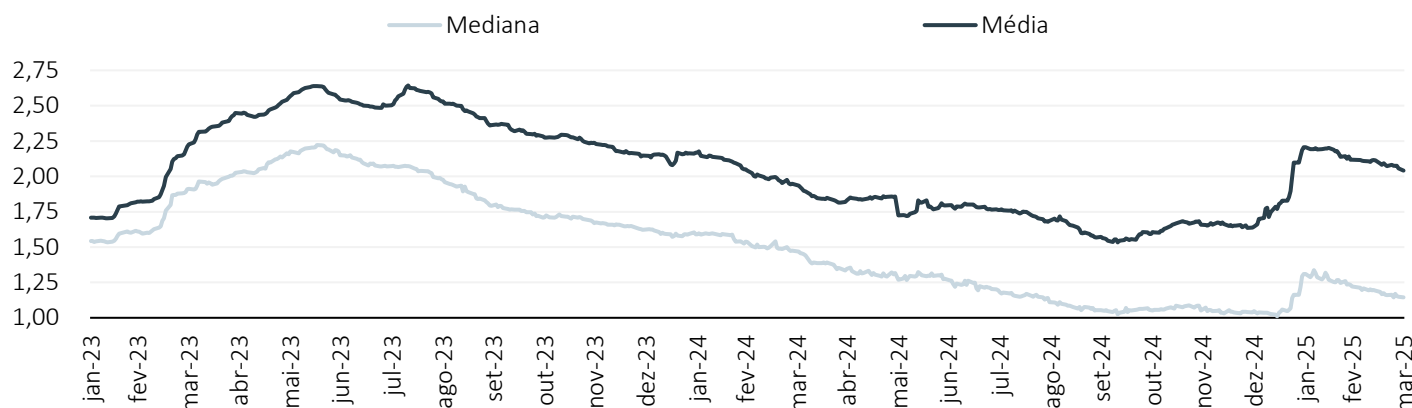


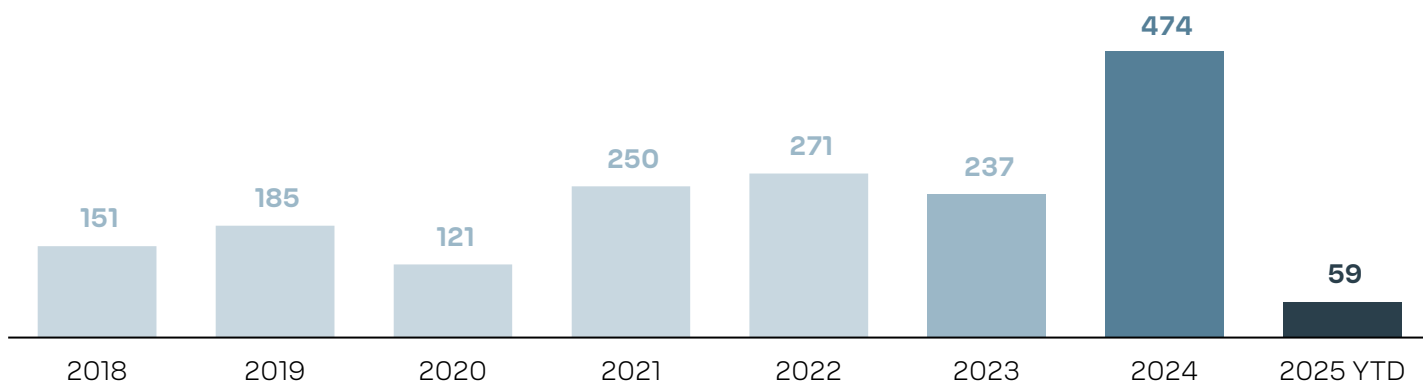
Gráfico 1. *Spreads* de Crédito Privado: Curva ANBIMA (%)



Fonte: ANBIMA e Tivio Capital

Os emissores aproveitaram as condições favoráveis para reduzir o custo e alongar o perfil de suas dívidas. Como reflexo, o indicador de Caixa sobre Dívida de Curto Prazo das companhias sob nossa cobertura subiu de 209% para 232%, enquanto os vencimentos passaram a ser mais relevantes a partir de 2028 — um reperfilamento saudável e oportuno.

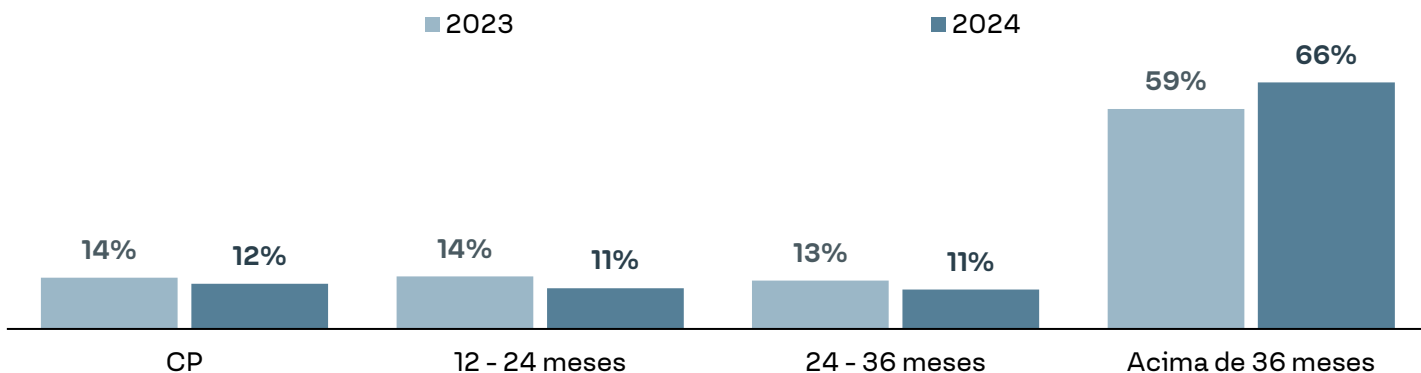
Gráfico 2. Emissão Debêntures no Mercado Primário (R\$ Bilhões)



Fonte: ANBIMA

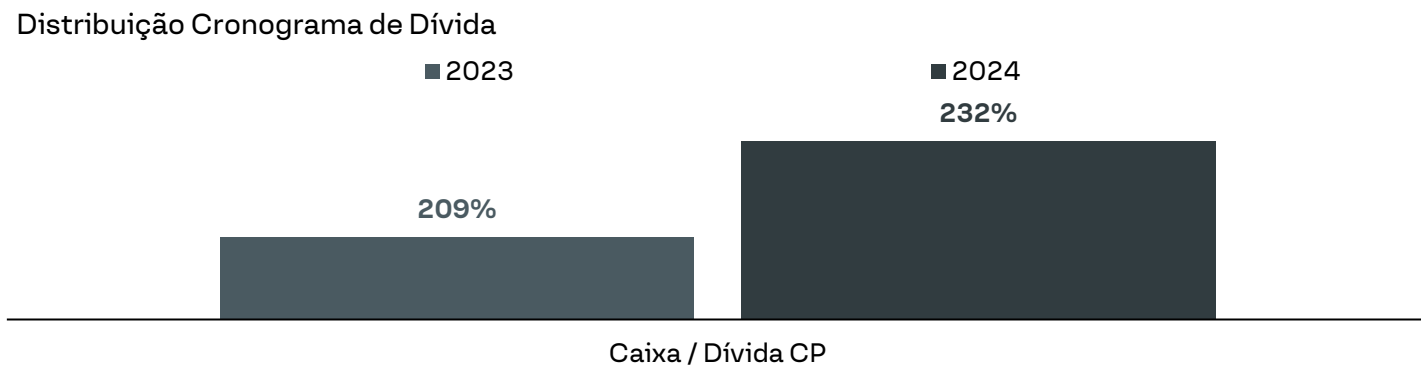
*Dados de Data Feeder Quantum e Tivio Capital

Gráfico 3. Distribuição Cronograma de dívidas



Fonte: Demonstrações Financeiras Companhias e Tivio Capital

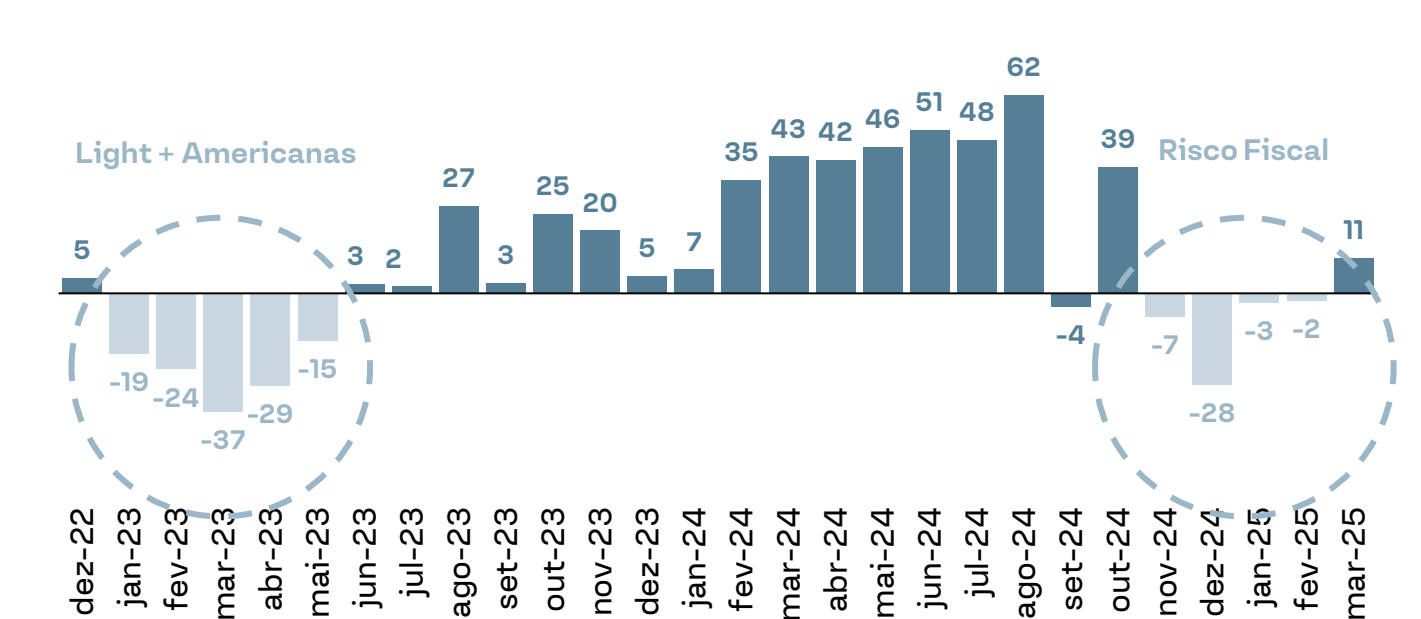
Gráfico 4. Posição de Liquidez das Companhias (Caixa / Dívida de Curto Prazo)



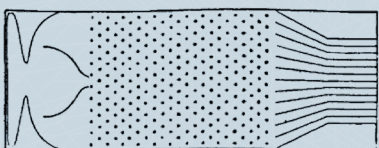
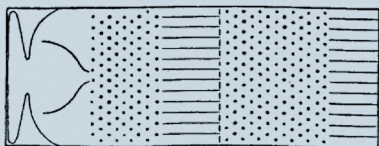
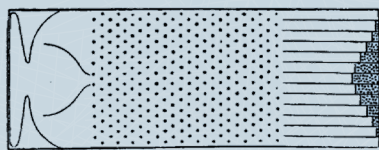
Fonte: Demonstrações Financeiras Companhias e Tivio Capital

No entanto, o ano de 2024 terminou com um tom mais negativo, refletindo a piora do ambiente macroeconômico local, sobretudo pela percepção de aumento no risco fiscal. Isso levou à abertura das curvas de juros reais e dos *spreads* de crédito, o que, por consequência, resultou em **resgates líquidos nos fundos de crédito nos dois últimos meses do ano** (vide gráfico 5).

Gráfico 5. Fundos de Crédito Privado: Captação Líquida (R\$ bilhões)



Fonte: Data Feeder Quantum e Tivio Capital



CAPÍTULO 02

2025

Das Médias às Caudas:
Oportunidades Fora do Centro

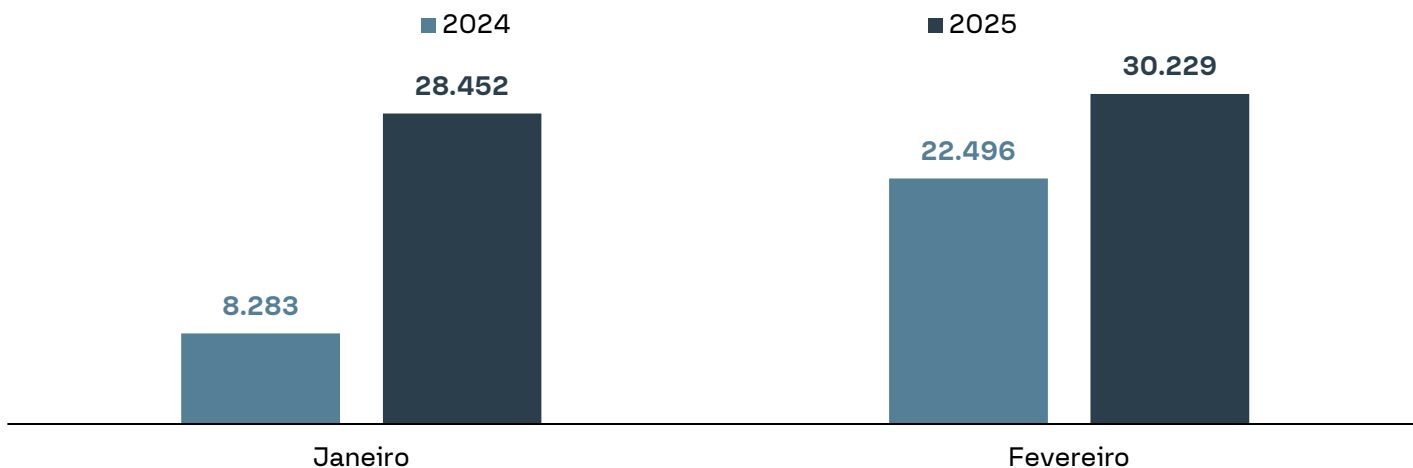
Olhando à frente, esperamos que as oportunidades mais atrativas em termos de risco-retorno estarão também nas caudas da curva. Isso exigirá maior diligência analítica e disposição para explorar ativos menos óbvios, mas com potencial de geração de valor acima da média.



Após o estresse observado no quarto trimestre de 2024, foi possível notar uma certa estabilização no mercado de crédito no início de 2025. Essa tendência se refletiu na compressão dos *spreads* de crédito High Grade a partir de fevereiro (vide gráfico 1), bem como no volume de emissões no mercado primário, que se manteve forte — 90,7% acima do volume emitido no mesmo período do ano anterior.

Adicionalmente, observamos a reversão dos resgates líquidos em março (vide gráfico 5).

Gráfico 8. Emissão Debêntures no Mercado Primário (R\$ bilhões)



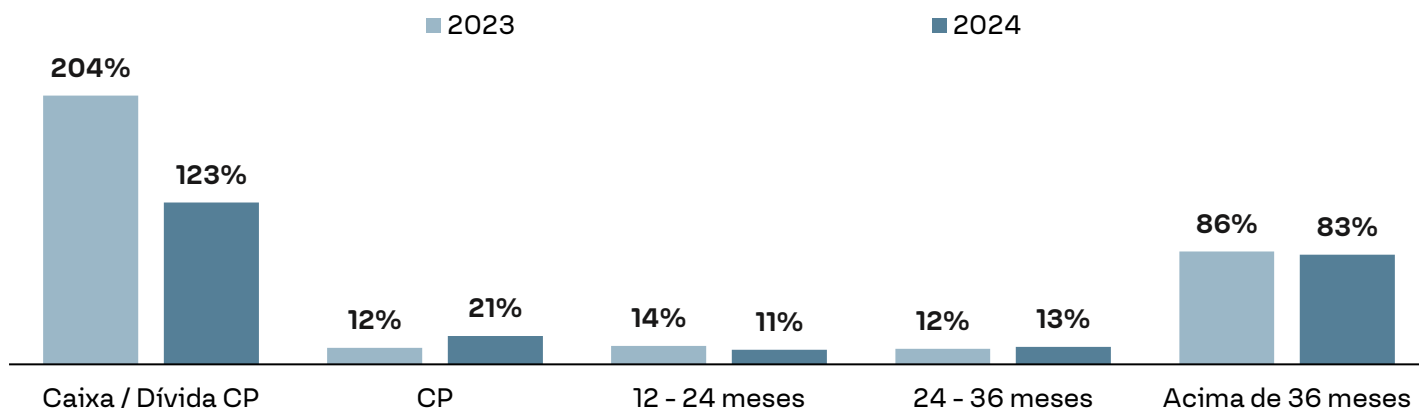
Fonte: ANBIMA

Apesar disso, o apetite do mercado permanece concentrado nos nomes com melhor qualidade de crédito, dado que o cenário econômico brasileiro ainda é desafiador. Nesse contexto, **os emissores com melhor risco têm captado com taxas cada vez mais baixas**, como foi o caso da emissão de uma distribuidora de energia em março, que apresentou compressão de *spread* de CDI+0,97 para CDI+0,86.

O último grande evento de impacto global neste início de ano foi a guerra tarifária iniciada pelas novas tarifas do governo americano (“*Liberation Day*”). Seu impacto sobre o mercado de crédito brasileiro, até o momento, tem sido limitado, atingindo principalmente companhias exportadoras para os EUA (Commodities e Autopeças).

Diante desse cenário, e com o suporte do nosso time de análise, temos conseguido navegar adequadamente as condições de mercado. Nossa estratégia tem se mostrado eficaz, com nossos fundos entregando **no ano, até final de abril, 106% do CDI no fundo Tivio Institucional e 109% no fundo Tivio Crédito Ativo**.

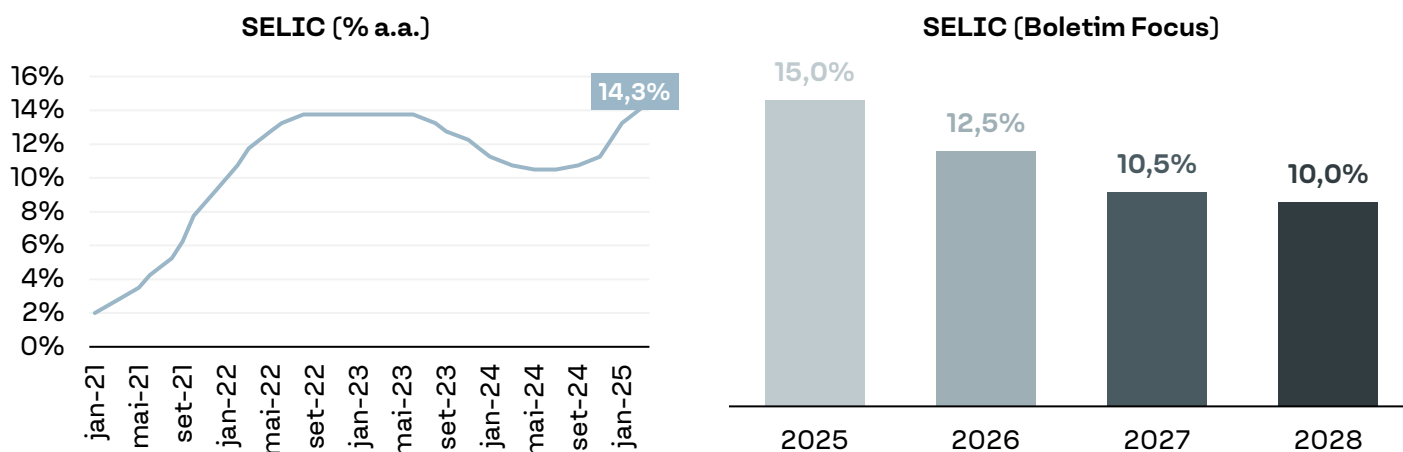
Gráfico 9. Perfil de Endividamento – Concessões Rodoviárias



Fonte: Tivio Capital com base nas Demonstrações Financeiras das Companhias (inclui apenas as companhias sob cobertura do time de Crédito HG da Tivio).

Somado a isso, o mercado espera **juros médios mais elevados em 2025** — com projeção de SELIC terminal próxima a 15% — o que impõe pressão adicional sobre o serviço da dívida das empresas. Empresas que não fizeram sua “lição de casa” em termos de gestão financeira poderão enfrentar estresse ao longo do ano.

Gráfico 10. SELIC Histórica e SELIC projetada (Boletim Focus)



Fonte: Banco Central do Brasil

Fonte: Banco Central do Brasil

Diante desse cenário — mais disperso, mais exigente e menos complacente —, a **seleção de crédito e a diligência do gestor tornam-se centrais**. Em 2025 a performance será determinada pela capacidade de identificar ativos que realmente farão diferença

Para navegar esse ambiente, destacamos dois pilares fundamentais do nosso processo de gestão:

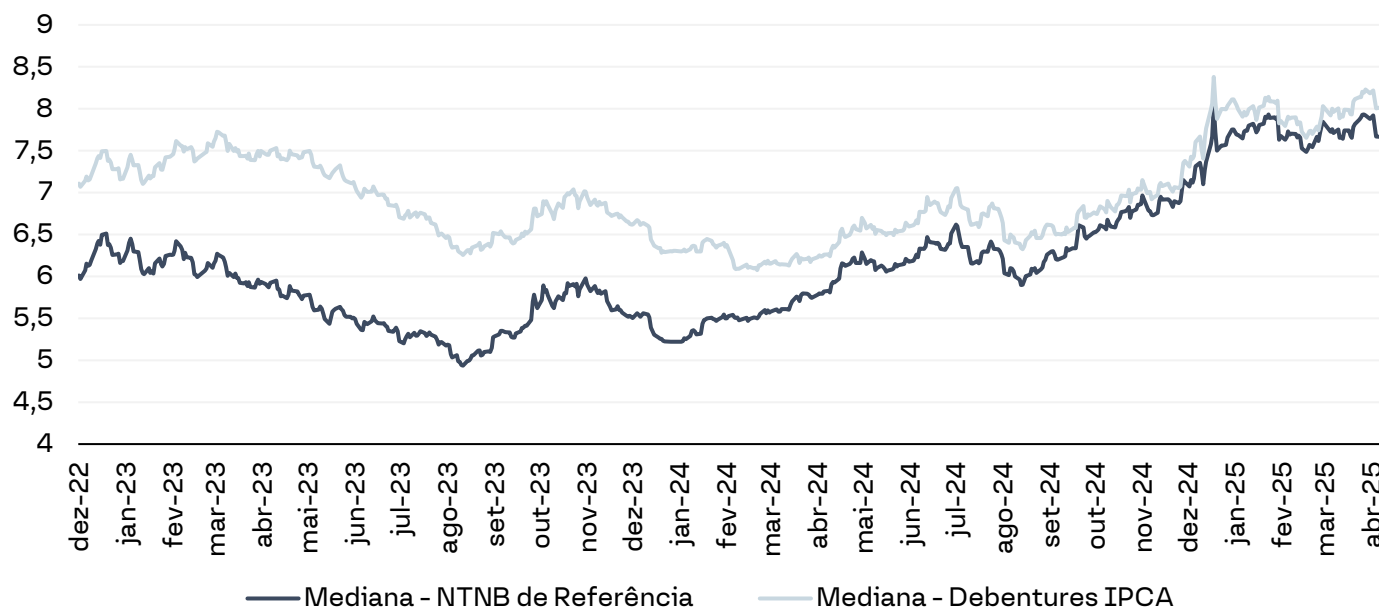
1 Nosso **modelo proprietário de rating interno**, que nos permite maior diferenciação entre os emissores, em contraste com os *ratings* públicos das agências;

2 Nosso **framework de alocação baseado em convicção**, que nos dá flexibilidade para capturar ineficiências de mercado e alocar de forma estratégica.

Por fim, no mercado de debêntures incentivadas, a alta correlação com os títulos públicos indexados à inflação (NTN-B) mantém a dinâmica de preços muito sensível à curva real de juros. Por isso, acreditamos que o *upside* relevante virá da queda da taxa de juros reais, hoje em patamares historicamente elevados.

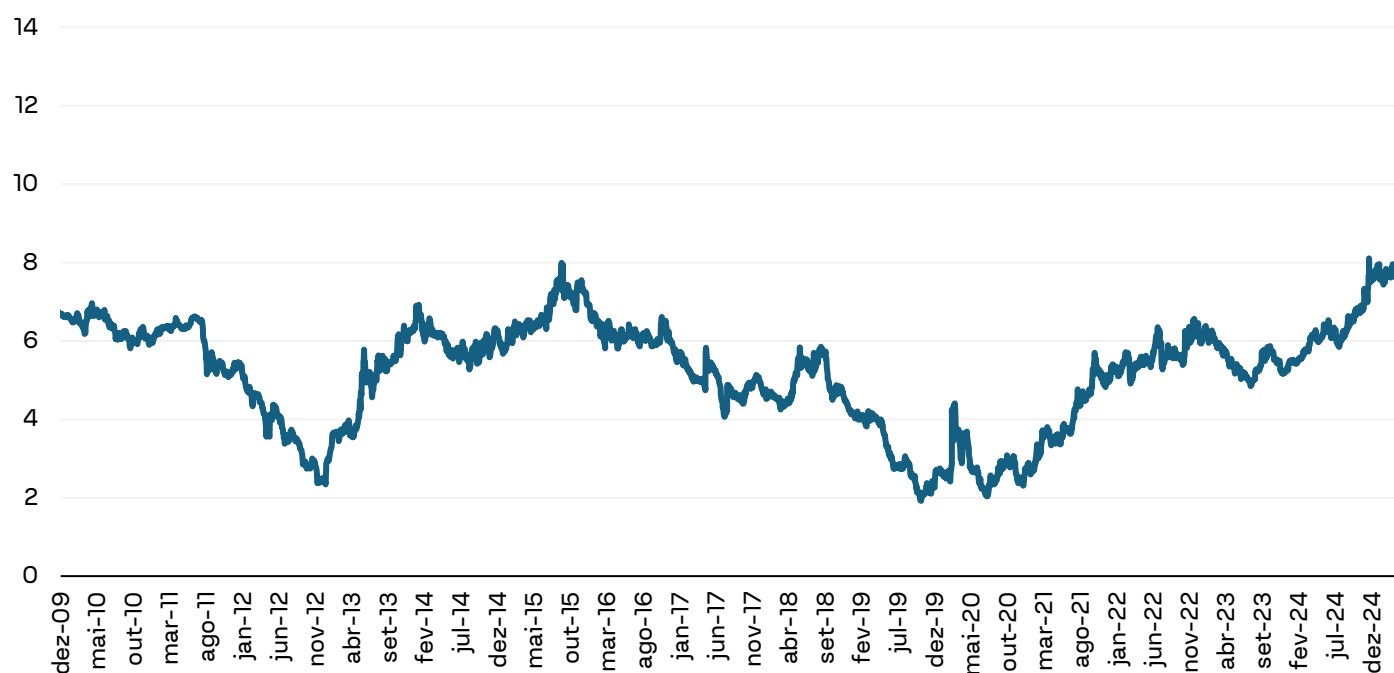
Dessa forma, posicionamos nosso fundo de infraestrutura (**Tivio Infra Plus**) para capturar com mais intensidade um eventual movimento de fechamento na curva real, maximizando o retorno ajustado ao risco para nossos cotistas.

Gráfico 11. Debêntures IPCA+ Vs. NTN-B de Referência



Fonte: Anbima, Tesouro Direto e Tivio Capital

Gráfico 12. Taxa de Juros Real da NTN-B de Referência (5 anos) - desde 2010

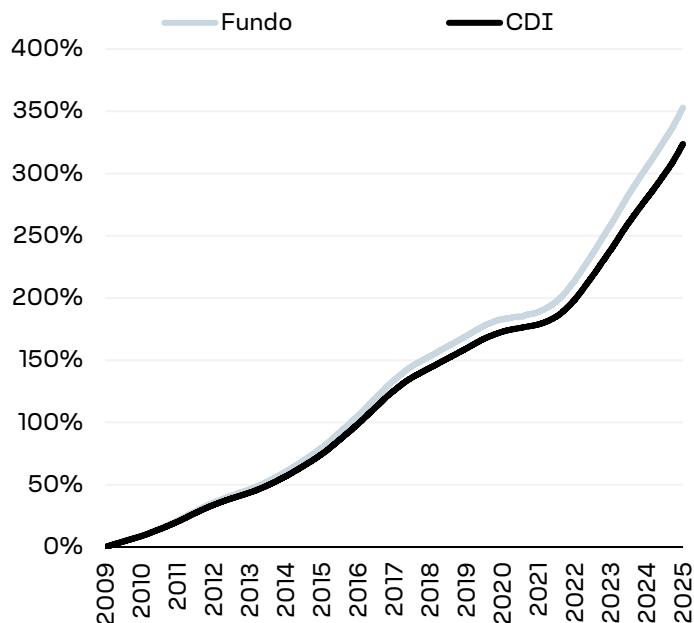


Fonte: Tesouro Direto e Tivio Capital

Performance dos fundos de Crédito High Grade

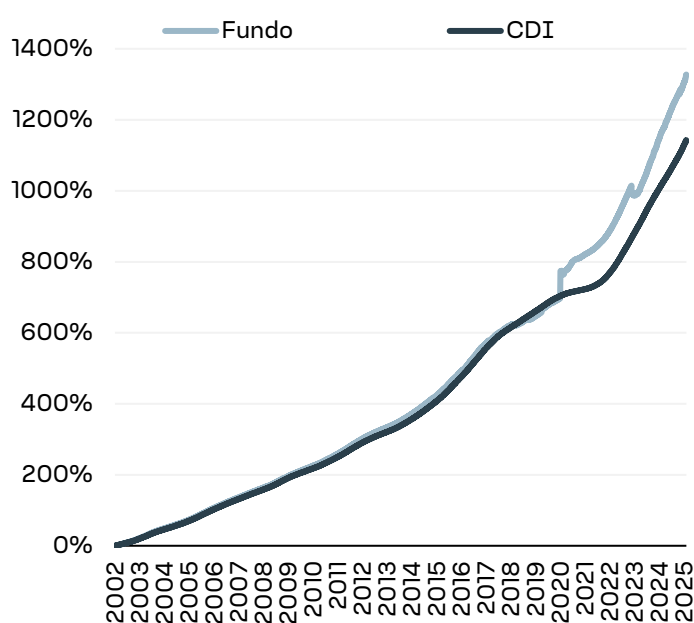
[data base: 30/04/2025]

Tivio Banks



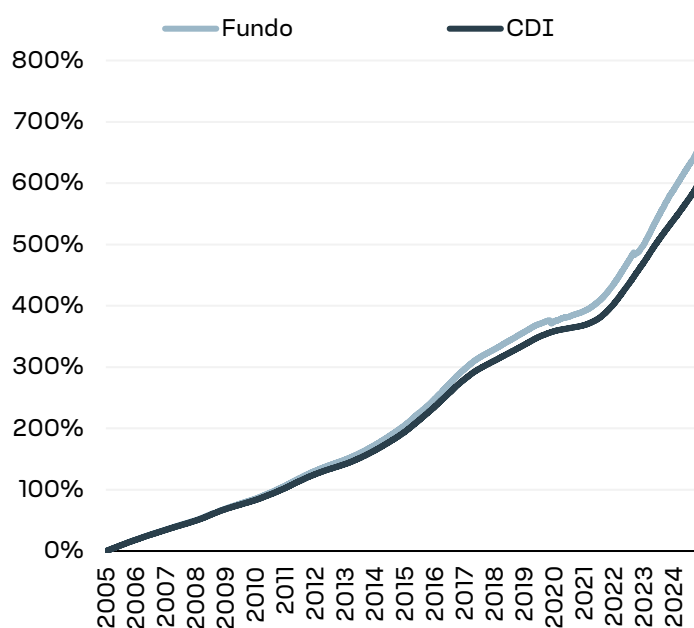
Rentabilidade: Mês: 1,08% | 12M: 11,78%
Data de início: 30/04/2009
PL médio (12 meses): R\$ 1,2 bilhões
Público Alvo: Investidores em geral
Taxa de administração: 0,25% a.a.
Taxa de performance: Não há

Tivio Crédito Ativo



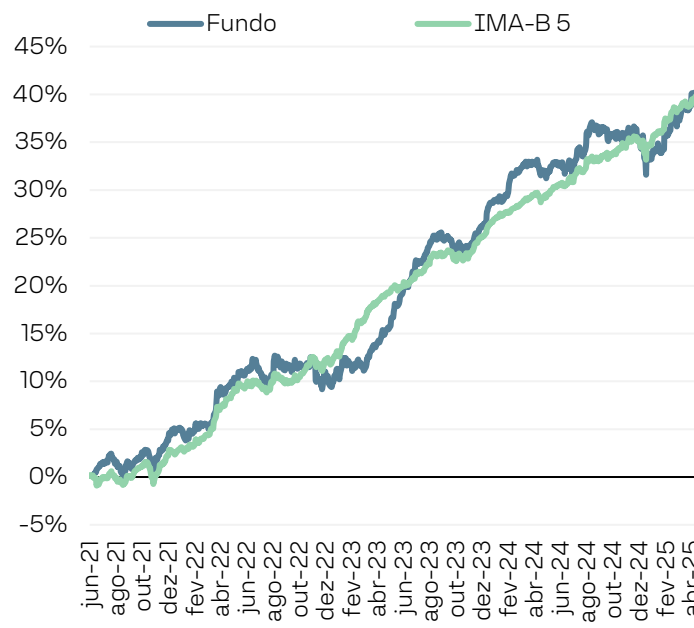
Rentabilidade: Mês: 1,22% | 12M: 13,13%
Data de início: 18/03/2005
PL médio (12 meses): R\$ 64,2 milhões
Público Alvo: Investidores em geral
Taxa de administração: 0,50% a.a.
Taxa de performance: 20% do que exceder 102,50% do CDI

Tivio Institucional



Rentabilidade: Mês: 1,09% | 12M: 12,09%
Data de início: 23/02/2005
PL médio (12 meses): R\$ 1,7 bilhões
Público Alvo: Investidores em geral
Taxa de administração: 0,20% a.a.
Taxa de performance: Não há

Tivio Infra Plus*



Rentabilidade: Mês: 2,56% | 12M: 7,86%
Data de início: 15/07/2019
PL médio (12 meses): R\$ 63,5 milhões
Público Alvo: Investidores em geral
Taxa de administração: 0,75% a.a.
Taxa de performance: Não há

Fonte: Tesouro Direto e Tivio Capital

*O Fundo tinha como meta superar o CDI até 31/05/2021. A rentabilidade nesse período foi de 146% do CDI. Após essa data a meta do fundo passou a ser superar o retorno de ativos indexados à inflação. Assim, o gráfico acima considera esta data. A rentabilidade do fundo desde o início (15/07/2019) é de 55,63%.



CAPÍTULO 04

**Em Busca dos Retornos
Acima da Média no Crédito Privado**

A gestão e análise de crédito são pilares fundamentais para fugir da média e construir um portfólio que entregue retornos diferenciados em relação à curva normal de distribuição dos fundos da indústria. Ao adotar uma abordagem criteriosa e ativa na seleção de ativos, é possível identificar assimetrias de risco e retorno que passam despercebidas pelo mercado, permitindo a geração consistente de alpha. Esse diferencial competitivo é essencial para posicionar os fundos no primeiro quartil entre os *peers*, refletindo uma estratégia que não se limita a acompanhar o mercado, mas que busca superá-lo com disciplina, profundidade analítica e visão de longo prazo.

Diante de um cenário macroeconômico mais complexo e de *spreads* comprimidos, nós, da Tivio Capital, entendemos que a busca contínua por assimetrias positivas na curva de retornos segue sendo o nosso compromisso, sempre com foco na preservação de capital e na entrega de retornos consistentes ao longo do tempo.

Seguimos confiantes de que nossa abordagem, baseada em análise profunda, *rating* interno proprietário e alocação por convicção, nos coloca em posição privilegiada para navegar o novo ciclo com responsabilidade e visão de longo prazo.

Estamos à disposição para discutir nossos cenários, nossas estratégias e nossas convicções.

Atenciosamente,

Equipe de Gestão de Crédito Privado

TIVIO
CAPITAL

Disclaimer

Este material foi elaborado pela Tivio Capital Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("TIVIO CAPITAL"). Este material é destinado aos seus receptores, fornecido unicamente para fins comerciais, não constituindo compromisso, indicação ou recomendação para iniciar ou encerrar qualquer transação. Este conteúdo não deve ser reproduzido no todo ou em parte, redistribuído ou transmitido para qualquer outra pessoa sem o consentimento prévio da TIVIO CAPITAL. Este documento não é, e não deve ser interpretado como, uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra de qualquer título ou valor mobiliário. A TIVIO CAPITAL, seus acionistas e demais empresas coligadas se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material, de seu conteúdo e da realização de operações com base neste material.

Consulte o documento de tributação para Fundos de Investimento para mais informações sobre a tributação aplicável, inclusive a regra aplicável em eventual desenquadramento, este documento está disponível em <https://tivio.com/documentos/>. A descrição acima não pode ser considerada como objetivo do fundo. Todas as informações legais podem ser observadas no regulamento do fundo, disponíveis no site <https://tivio.com/fundos/>. Principais Fatores de Risco: (i) Crédito: risco de os emissores dos ativos financeiros e/ou das contrapartes não cumprirem suas obrigações de pagamento e/ou de liquidação das operações contratadas; (ii) Liquidez: risco de redução ou inexistência de demanda pelos ativos financeiros nos respectivos mercados em que são negociados; (iii) Mercado: Risco de oscilações decorrentes das flutuações de preços e cotações de mercado; (iv) Derivativos: pode não resultar nos efeitos desejados, devido a fatores como: descolamento entre o preço do derivativo e seu ativo objeto; alterações nas condições de negociação ou liquidação devido à interferência de órgãos reguladores ou dos mercados organizados onde são negociados; (v) Tratamento Tributário de Longo Prazo: O tratamento aplicável ao investidor depende da manutenção da carteira de ativos com prazo médio superior a 365 dias. Não há garantia de que o fundo terá o tratamento tributário de longo prazo.

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Estes documentos podem ser encontrados no site <https://tivio.com/fundos/>. Leia previamente as condições de cada produto antes de investir. Os investimentos apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. "Os ativos financeiros integrantes nesta carteira podem não possuir liquidez imediata, podendo seus prazos e/ou rentabilidade variar de acordo com o vencimento ou prazo de resgate de cada ativo, caso seja negociado antecipadamente.

Para avaliação da performance de fundo(s) de investimento(s), é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). O preenchimento do formulário API – Análise de Perfil do Investidor ou Suitability é essencial para garantir a adequação do perfil do cliente ao produto de investimento escolhido. Os indicadores aqui apresentados devem ser utilizados como referência econômica e não parâmetro objetivo do fundo. Material de Divulgação.

SAC: 0800 704 8383
Atendimento 24 horas

Ouvidoria: 0800 727 9933
Atendimento das 9h às 18h, de
segunda a sexta-feira, exceto feriados nacionais



tivio.com/fundos



Leia o QR Code
e acesse as redes
da Tivio Capital



RATING S&P:
AMP-1



Signatory of:
PR Principles for
Responsible
Investment

TIVIO
CAPITAL



Avenida Brigadeiro Faria Lima, 4.300
7º andar | Vila Olímpia
CEP 04538-132 | São Paulo

www.tivio.com

