

Crédito High Grade

A Floresta Sombria e o Crédito Brasileiro

Proteger o *downside* é tão
importante quanto buscar *alpha*

TIVIO
CAPITAL

Time Crédito High Grade

Time Research

Sami Karlik

sami.karlik@tivio.com

Pedro Bento

pedro.bento@tivio.com

José Ávila

jose.avila@tivio.com

Luciana Pimentel

luciana.pimentel@tivio.com

Gabriel Bernasconi

gabriel.bernasconi@tivio.com

Gabriel Real

gabriel.real@tivio.com

Pedro Nobre

pedro.nobre@tivio.com

Ana Surian

ana.surian@tivio.com

Enrico Trotta

enrico.trotta@tivio.com

Bruno Silberman

bruno.silberman@tivio.com

Introdução

Floresta Sombria

Há histórias que não são sobre finanças, mas descrevem com precisão como agentes racionais se comportam quando a incerteza é elevada. Em *Floresta Sombria*, segundo livro de Liu Cixin da trilogia *Remembrance of Earth's Past* (a mesma de *O Problema dos Três Corpos*), a metáfora é a de um universo em que você não enxerga as intenções do outro e em que um único ruído pode desencadear consequências irreversíveis.



**“Em floresta sombria,
sobreviver é reduzir a
chance do irreversível”**

Liu Cixin

Escritor de Ficção Científica

Reflexão sobre *“Remembrance of Earth's Past”*
especialmente no segundo livro: *“A floresta sombria”*.

O livro populariza a “hipótese da floresta escura”: num universo cheio de civilizações, muitas permanecem silenciosas porque se revelar pode ser fatal — quando o custo do erro é absoluto, prudência vira estratégia.

No romance, a hipótese não é apenas uma ideia abstrata — ela vira o ponto central da história. A trama se passa após a humanidade descobrir que uma civilização alienígena (os Trissolarianos) está a caminho da Terra, com chegada estimada em séculos, e que a comunicação/espionagem do outro lado torna a preparação extremamente difícil. Nesse contexto, o livro explora como uma sociedade reage quando precisa planejar defesa sob incerteza radical. É daí que vem a força da metáfora da “floresta escura”: se você assume que o universo pode estar cheio de agentes racionais e potencialmente hostis, a cautela deixa de ser fraqueza e vira estratégia — uma resposta quase inevitável ao risco de extinção.

No crédito brasileiro, o paralelo é direto: também operamos em um ambiente onde a informação é imperfeita, a assimetria aparece nos momentos de estresse e a penalidade de um ‘ruído’ (um evento de crédito inesperado) pode ser desproporcional. Por isso, nossa prioridade não é ‘fazer barulho’ buscando o maior retorno a qualquer preço, e sim construir resiliência: reduzir vulnerabilidades, evitar assimetrias negativas e manter o portfólio preparado para cenários em que a visibilidade diminui.

No mercado de crédito brasileiro, o investidor local foi treinado, por décadas, a olhar para renda fixa como sinônimo de previsibilidade — quase como se “default” fosse um evento distante. Só que crédito é, por definição, uma aposta em comportamento futuro: fluxo de caixa, disciplina financeira, governança e, quando necessário, a capacidade de execução de garantias. E aqui entra um ponto estrutural do Brasil: quando o evento de crédito acontece, a recuperação pode ser lenta e incerta, e a insegurança jurídica pode reduzir o valor recuperável na prática (o “*recovery value*”), elevando o custo real do erro.

Esse é o motivo pelo qual, no Brasil, proteção contra perdas e eventos de crédito é tão importante quanto *alpha*. O retorno pode ser incremental; a perda, por outro lado, tende a ser descontínua. A assimetria é clara: “um mês bom” não compensa um evento de crédito grande — principalmente quando o processo de recuperação consome tempo, energia e (muitas vezes) liquidez. Em outras palavras: no nosso mercado, “ganhar” não é apenas capturar carregos; é também manter a carteira funcional quando o ambiente escurece.

A mensagem desta carta é simples: em crédito privado no Brasil (brasileiro), *alpha* e proteção caminham juntos — e a proteção mantém a capitalização (*compounding*) viva. Em um ambiente onde o custo de um evento de crédito pode ser ampliado por fricções de recuperação, disciplina não é conservadorismo; é método. E método é o que atravessa ciclos.

“O retorno compõe; a perda interrompe.”



Capítulo 1

O Brasil e o prêmio da disciplina de risco

A própria evolução do crédito privado no Brasil ajudou a criar um paradoxo: de um lado, houve sofisticação e expansão de instrumentos; de outro, ainda convivemos com limitações típicas de mercados emergentes, onde nem sempre existem “atalhos” eficientes para proteção (ex.: instrumentos amplamente líquidos e profundos para hedge de crédito em todos os nomes). Isso faz com que a gestão de risco seja mais artesanal e preventiva: pensar em cenários, evitar concentrações desnecessárias, privilegiar qualidade e liquidez compatível e acompanhar continuamente sinais de deterioração.

É exatamente aqui que o Crédito Privado como um todo passa a exigir mais método do que nunca. Nossas estratégias em crédito buscam capturar prêmio de forma disciplinada — com foco em qualidade, diversificação e acompanhamento contínuo — na busca por retorno com consistência e preservar capital ao longo do ciclo.

O que buscamos “tirar” do portfólio:

Buscamos evitar a complacência de achar que “renda fixa é sempre renda fixa”. Evitar pagar caro por risco mal remunerado. Evitar concentrações que parecem inofensivas até o dia em que deixam de ser. E evitar depender de uma única premissa para que a tese funcione.

Na prática, isso se traduz em três compromissos permanentes, que aparecem de forma recorrente nos nossos materiais de crédito privado:

1.



Qualidade e seleção de crédito: priorizar emissores e estruturas com perfil resiliente.

2.



Diversificação e limites de risco: diluir exposições para que um evento não domine o resultado.

3.



Acompanhamento e revisão contínua: crédito é filme, não foto — e o monitoramento é parte do retorno.

“Na floresta sombria, o melhor movimento, às vezes, é o que você decide não fazer.”

Capítulo 2

O “Mapa da Floresta”: onde o risco nasce no crédito brasileiro



No Brasil, a dificuldade de se atuar em crédito pode ser decomposta em três grandes vetores — e é essa combinação que explica por que, aqui, proteger o *downside* é tão importante quanto buscar retorno.

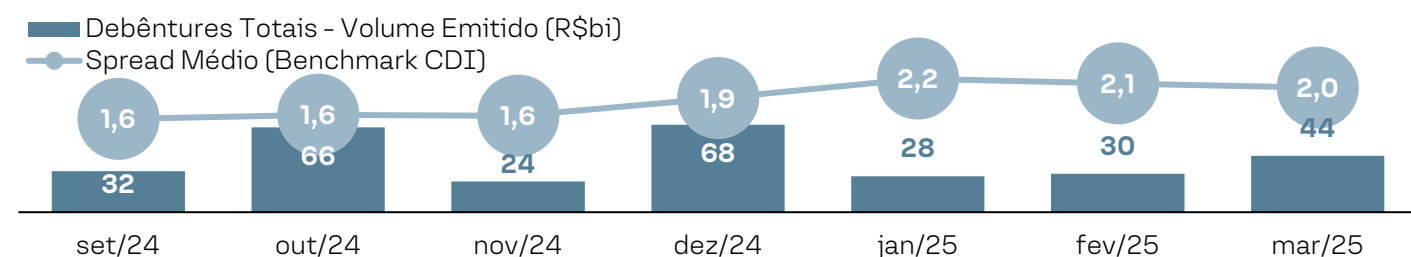
O primeiro vetor é macrofinanceiro: juros estruturalmente altos e volatilidade de regime. Em um país em que a taxa básica pode permanecer elevada por longos períodos, o custo de capital é alto e o mercado tende a reagir rapidamente a mudanças de cenário.

Na prática, alterações relevantes de inflação, fiscal, câmbio ou política monetária podem mudar o apetite por risco de forma brusca — e, muitas vezes, com mais frequência do que em países desenvolvidos. Isso chega rápido na ponta corporativa: o custo de financiamento sobe, a ‘janela’ de refinanciamento pode se estreitar, e empresas mais dependentes de rolagem ficam mais vulneráveis. Em alguns casos, esse efeito é ainda mais sensível quando a companhia tem exposição a moedas: movimentos de câmbio podem pressionar o resultado financeiro e a alavancagem via passivos em moeda estrangeira, justamente num momento em que o mercado tende a ficar mais seletivo.

Essa alteração de regimes pode ser exemplificada pelo episódio de final de 2024, no qual o aumento da incerteza fiscal veio acompanhado de desvalorização do real e alta acentuada dos juros domésticos, endurecendo as condições financeiras. Nesse tipo de ambiente, mesmo que de curta duração, o mercado de capitais tende a ficar mais seletivo: o custo de captação sobe, os investidores exigem mais prêmio e a “janela” se estreita principalmente para emissores fora do topo de qualidade.

GRÁFICO 1

Spread de Mercado vs. Emissão Pública

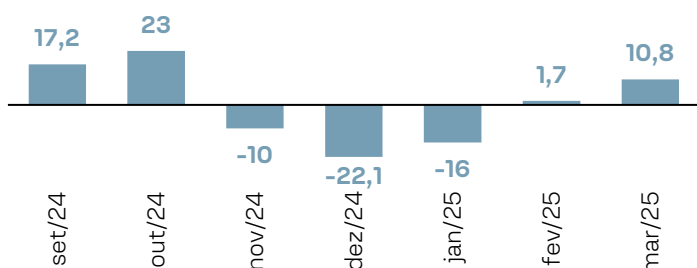


Fonte: Bradesco BBI, ANBIMA

GRÁFICO 2

Captação Líquida – Fundos de Crédito Privado

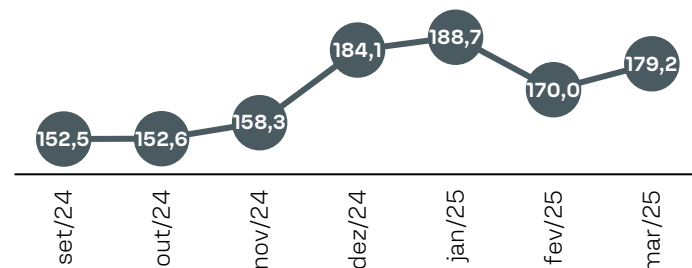
(R\$ Bilhões)



Fonte: Bradesco BBI

GRÁFICO 3

CDS 5yr Brazil - Média

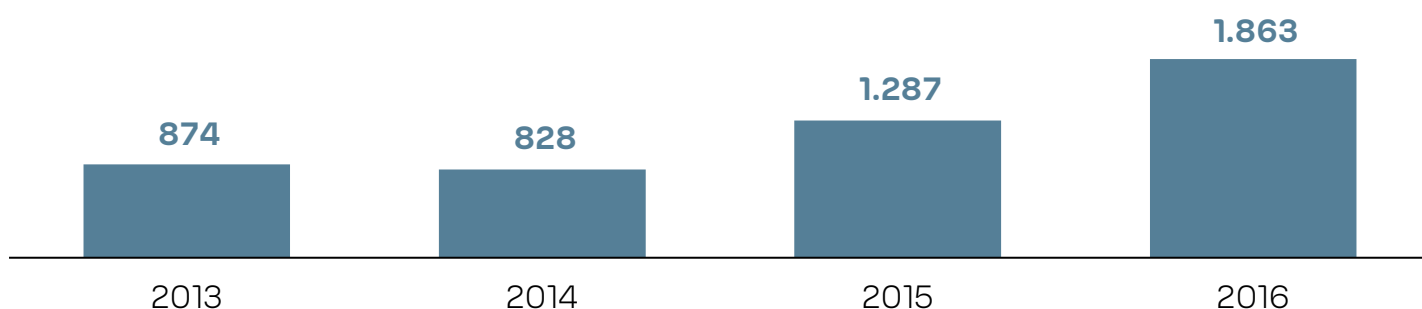


Fonte: Bloomberg

O segundo vetor é institucional: risco jurídico-regulatório e governança. Crédito depende de previsibilidade de regras, estabilidade de contratos e qualidade de tomada de decisão corporativa. Quando há instabilidade regulatória, o crédito deixa de ser apenas uma leitura de balanço e vira também uma leitura de execução. O primeiro risco costuma ser o de execução — de contratos, garantias, covenants e governança — e é ele que frequentemente dispara movimentos abruptos de preço e liquidez, mesmo antes de qualquer ruptura objetiva na capacidade de pagamento.

Como ilustração, episódios como a Operação Lava Jato mostram como choques de governança podem contaminar o mercado de crédito, com efeitos que se espalham para além das empresas diretamente envolvidas, inclusive via comportamento do sistema financeiro. O que se sucedeu à Lava Jato foi um ciclo muito duro de ajustes nos anos de 2014 a 2016 com um significativo aumento dos números de recuperação judicial.

GRÁFICO 4 Recuperações Judiciais

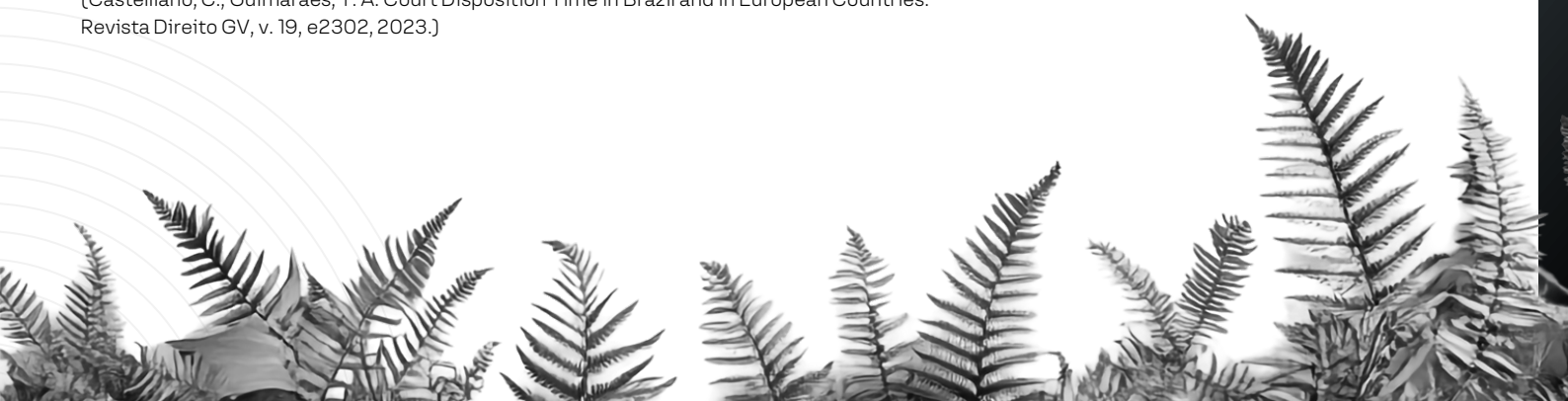


Fonte: Serasa

O terceiro vetor aparece após a ocorrência do evento: recuperação de crédito e tempo para recuperação. Em crédito, a perda final não é determinada apenas pelo default, mas pelo que acontece depois — e, no Brasil, o processo de insolvência tende a ser demorado e custoso, o que aumenta o LGD (Loss Given Default) e amplia o “custo real do erro”. No *Doing Business 2020* (World Bank), o Brasil aparece com recovery rate de 18,2 cents on the dollar, tempo de 4,0 anos e custo de 12% do estate no tópico ‘*Resolving Insolvency*’. Como comparação, a média global de recovery é de 36,8 e o grupo OECD high-income tem 70,2 cents on the dollar. Em tempo, o Brasil (4,0 anos) está mais próximo do extremo lento da distribuição (distribuição de países varia de ~0,4 anos para até 6 anos).

Ou seja: mesmo quando existe valor econômico no ativo, o tempo pode corroer o valor presente da recuperação e transformar um problema de crédito em um problema de liquidez e de gestão de risco.

(Castelliano, C.; Guimaraes, T. A. Court Disposition Time in Brazil and in European Countries. *Revista Direito GV*, v. 19, e2302, 2023.)



Capítulo 3

A Matemática do *Downside*

Em termos de *payoff*, crédito tem *upside* limitado e *downside* potencialmente grande. Você recebe um prêmio (*spread/cupom*) mês a mês — mas, se algo dá errado, o evento de crédito pode gerar uma perda grande e rápida. Isso é a essência de **convexidade negativa**.

Em outras palavras: **no crédito, a função de retorno é assimétrica por construção**. Você trabalha para ganhar “em degraus”; perde “em elevador”.

Para quantificar, considere que um portfólio de crédito rende $\text{CDI} + \alpha$ (*spread* de crédito) e que um evento de crédito gera uma perda equivalente a $w \times \text{LGD}$ (exposição no emissor $\times$ perda no default). O “tempo de recuperação” versus CDI é, essencialmente, quantos meses de prêmio α são necessários para compensar essa perda e voltar a superar o CDI em termos acumulados. A matemática mostra por que a perda é descontínua: quando o portfólio cai, ele não apenas perde capital; ele perde base de capitalização — e isso vira custo de oportunidade por um período prolongado.

Abaixo, a sensibilidade (em meses) de quanto tempo é necessário para o prêmio (*spread* de crédito) de um portfólio recuperar 100% do CDI após um evento de crédito, assumindo LGD (*Loss Given Default*) = 50% e diferentes níveis de exposição e *spread* de crédito (carrego):

GRÁFICO 5
Recuperações Judiciais

		Spread de Crédito					
Exposição	3,0	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	0,5%	6,0	3,0	2,0	1,5	1,2	1,0
	1,0%	12,1	6,0	4,0	3,0	2,4	2,0
	1,5%	18,1	9,1	6,1	4,6	3,7	3,1
	2,0%	24,2	12,1	8,1	6,1	4,9	4,1
	2,5%	30,3	15,2	10,1	7,6	6,1	5,1
	3,0%	36,4	18,2	12,2	9,2	7,3	6,1

Fonte: Tivio Capital

No limite, proteger *downside* não é conservadorismo; é **otimização do retorno composto**. Em crédito, o ganho tende a ser incremental — o carrego chega em parcelas pequenas e recorrentes — enquanto a perda é descontínua: quando o evento acontece, ele não reduz apenas o resultado do mês, mas remove base de capital e, portanto, reduz a capacidade de compor nos meses seguintes. É por isso que a assimetria domina a matemática do portfólio: o prêmio é linear, mas o *drawdown* é não linear; e, quando a perda vem, ela “cobra” não só em pontos percentuais, mas em tempo. Tempo é o ativo mais caro em crédito porque é ele que transforma prêmio em capitalização (*compounding*) — e um salto negativo grande, ainda que raro, pode consumir meses ou anos de carrego antes que o portfólio volte a superar o CDI de forma acumulada. A frase-síntese resume a lógica: **“o retorno compõe; a perda interrompe”** — e, em um mercado onde eventos de crédito têm custo elevado e recuperação pode ser lenta, reduzir a probabilidade e o tamanho desses saltos não é prudência estética, é eficiência econômica.

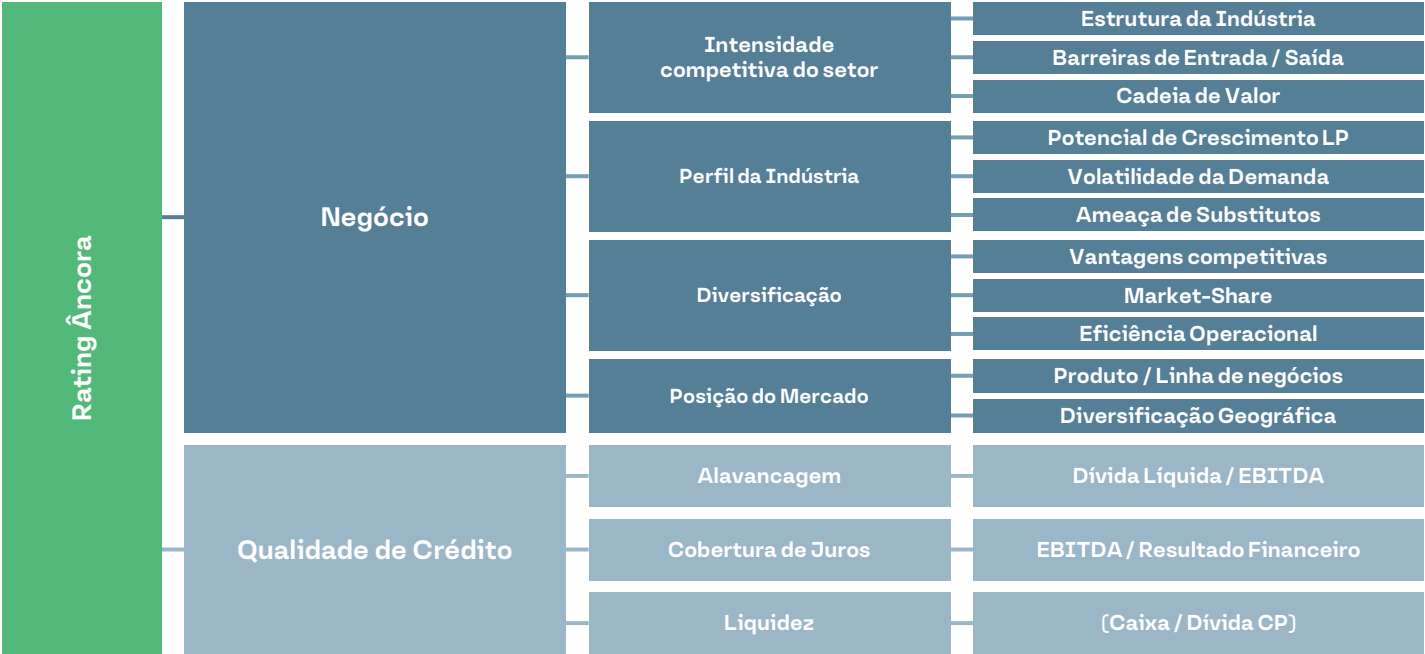
Capítulo 4

Nosso Método de Alocação (como reduzir a chance do irreversível)



Se o crédito, por natureza, carrega convexidade negativa — com ganho incremental e perda absoluta — então o que diferencia um portfólio ao longo do ciclo não é “acertar sempre”, e sim **reduzir a frequência e o tamanho dos erros**. Nosso método parte de um princípio simples: o risco de crédito não é um número; é um conjunto de características que se repetem ao longo do tempo. Por isso, a seleção começa com um **rating interno proprietário**, que busca organizar a análise em duas dimensões complementares: a **qualidade do negócio** (resiliência setorial, posição competitiva e previsibilidade de geração de caixa) e a **qualidade de crédito** (estrutura de capital, métricas de alavancagem/cobertura, liquidez e governança). Essa leitura é estruturada de forma a transformar julgamento qualitativo em decisão prática: o rating interno ajuda a definir elegibilidade e calibrar, de forma disciplinada, o quanto de risco faz sentido assumir em cada emissor e em cada estrutura, inclusive em termos de prazo e tamanho de posição.

FIGURA 1
1ª Etapa - Definição de Âncora



Fonte: Tivio Capital

Em paralelo ao rating, aplicamos uma **cartilha de investimentos** — um checklist de “o que buscamos” e “o que evitamos”. Ela cobre, de maneira objetiva, elementos como setor e dinâmica competitiva, modelo de negócios e capacidade de repasse de custos, qualidade de acionistas e incentivos, histórico e postura da gestão, governança e transparência, estrutura de dívida e *covenants*, além de fatores de liquidez do papel. O objetivo não é encontrar histórias perfeitas, mas evitar padrões recorrentes de fragilidade: teses que dependem de uma única premissa, estruturas excessivamente alavancadas, governança fraca, riscos binários e passivos que deixam a companhia refém de janela de refinanciamento. Essa disciplina de seleção é, na prática, a primeira barreira para reduzir a probabilidade do “irreversível”.

O QUE PROCURAMOS NOS INVESTIMENTOS

Fundamentos Sólidos

Empresas com vantagens competitivas claras

Margens Elevadas

Empresas geradoras de caixa

Economia Real

Empresas do setor produtivo

Setores defensivos

Baixo risco regulatório e demanda resiliente

Governança forte

Management experiente e com *track record* validado

Sócios Capitalizados

Avalistas com patrimônio relevante - avais e fianças



Fonte: Tivio Capital

O segundo pilar é o **monitoramento contínuo** — porque “crédito é filme, não foto”. Depois do investimento, o trabalho não é “acompanhar resultados”; é acompanhar **trajetória**. A deterioração raramente começa no default: ela costuma aparecer antes, em sinais sutis — mudança de comportamento comercial, piora de margem, aumento de capital de giro, compressão de liquidez, alteração de estrutura de dívida, decisões de alocação de capital que mudam o perfil de risco, ruídos regulatórios ou de governança, geralmente acompanhado de sucessivas mudanças no Management da Companhia. Nosso foco é identificar esses sinais cedo o suficiente para **precificar re-ratings** (para melhor ou para pior) e ajustar a carteira antes que o mercado se torne unidirecional e o investidor vire um tomador de preço. Em outras palavras: monitorar é parte do retorno, porque é a camada que transforma informação em ação quando a visibilidade diminui.

Por fim, o terceiro pilar é a **gestão de risco como sistema**. Mesmo com seleção criteriosa e monitoramento ativo, erros existem — e a diferença entre um evento controlável e um evento dominante está na arquitetura de limites e diversificação. Trabalhamos com metodologias desenvolvidas em conjunto com a área de riscos para transformar rating em **limites de alocação e concentração**, calibrando exposição por emissor, por setor e por fundo, com acompanhamento contínuo e governança independente. Isso reduz a chance de um único evento comprometer o resultado do portfólio e, principalmente, preserva a capacidade de atravessar o ciclo com capitalização intacta. Em termos práticos, é o que permite que, quando o ambiente escurece, a carteira não dependa de “torcer para dar certo”; ela dependa de um método de construção que antecipa cenários, limita perdas e mantém a carteira funcional.

Capítulo 5

Onde buscamos Alpha sem assimetria negativa

Em nossas estratégias de crédito, a busca por *alpha* começa com um cuidado metodológico: queremos capturar retorno adicional sem “comprar” assimetria negativa no caminho. Em um mercado em que o carregio é incremental e a perda pode ser descontínua a principal disciplina é separar o que é prêmio legítimo do que é risco mal precificado. Por isso, nossa geração de valor se apoia em três frentes que se complementam e que preservam o perfil do portfólio ao longo do ciclo.

A primeira delas é explorar descolamentos entre taxa e qualidade de crédito, algo que depende menos de uma análise estática e muito mais de acompanhar o filme do crédito. Ao longo do tempo, spreads se movem por fluxo, ruído e preferências do mercado; já a qualidade de crédito se move por fundamentos, decisões de capital e execução. O nosso trabalho é justamente observar quando essas duas coisas deixam de caminhar juntas. Em outras palavras: identificar situações em que o “preço do risco” se descola do risco que enxergamos — seja porque o mercado ficou mais conservador do que o necessário, seja porque ainda não incorporou mudanças relevantes no emissor.

A segunda frente é a complexidade como fonte de retorno, mas no sentido “bom” do termo: não é complexidade para esconder risco, e sim complexidade que exige profundidade analítica para entender, com precisão, onde está a proteção do credor e quais são as camadas relevantes da estrutura. Em crédito, duas oportunidades podem parecer similares na superfície — mesmo indexador, mesmo setor, mesma “história” — e ainda assim ter perfis de risco diferentes quando você desce ao nível de regulamentos, escrituras, anexos e até de nuances contábeis que afetam leitura de *covenants*, restrições e comportamento do fluxo. É aí que a capacidade técnica do time vira *alpha*: entender o que realmente importa na estrutura, o que é apenas linguagem padrão e o que muda o equilíbrio de incentivos.

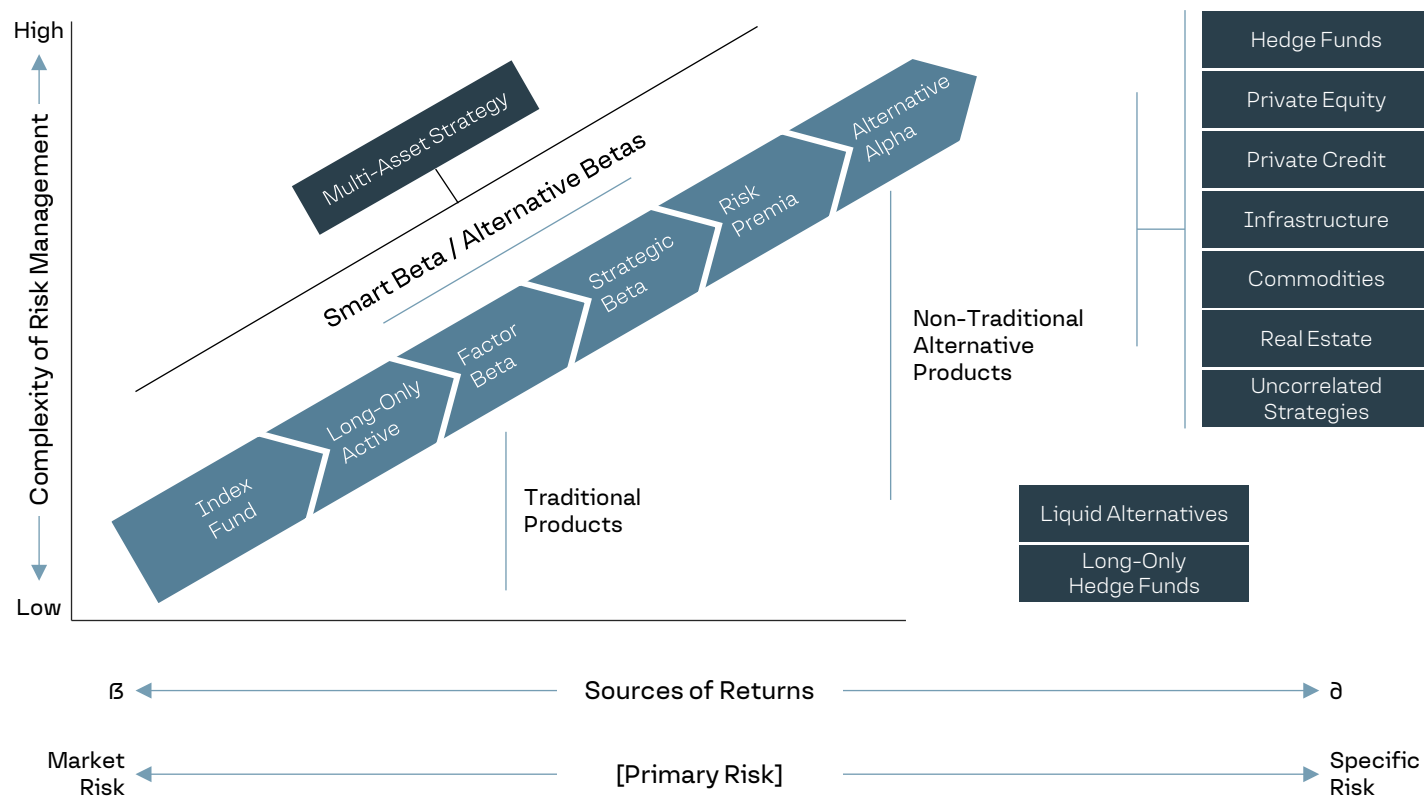
A terceira frente é originação e estruturação, quando elas melhoram a relação risco-retorno sem alterar o perfil de risco do portfólio. Aqui, o *alpha* vem de acesso e desenho: encontrar oportunidades fora do “mercado aberto” e estruturar soluções com governança e execução, capturando prêmios que existem porque a operação exige coordenação, análise e construção — e não porque depende de deterioração do emissor para o retorno aparecer.

É nesse ponto que o “*alpha*” aparece — não como uma simples extensão de risco, mas como a passagem do retorno explicado predominantemente por risco de mercado (β) para componentes mais ligados a risco específico (α), em um espectro em que a fonte do retorno muda e, junto com ela, aumenta a complexidade de gestão. O que começa em estratégias mais próximas de beta — exposições amplas e abordagens long-only — avança para camadas intermediárias como *factor/strategic beta* e, adiante, para risk premia, onde o retorno passa a depender menos do movimento do mercado e mais de como o risco é selecionado, construído e monitorado.

A partir daí, o diferencial deixa de ser “exposição” e passa a ser “gestão”: à medida que se caminha na direção de *risk premia* e *alternative alpha*, a complexidade de gerenciamento de risco aumenta, e a disciplina necessária deixa de ser apenas alocação e passa a incluir desenho de estruturas, leitura de assimetrias e governança de carteira. Nesse enquadramento, o crédito privado se encaixa naturalmente entre os produtos não tradicionais, em uma região em que o retorno é mais associado a especificidade, estrutura e execução do que a beta de mercado.

Neste modelo, para alternativos, o “alpha” é, em grande parte, uma consequência da capacidade de converter complexidade em uma exposição investível: acesso repetível, pipeline e estrutura organizam a forma como riscos específicos são assumidos, precificados e acompanhados. A complexidade, portanto, não é um fim em si mesma, mas o insumo que — quando bem tratado — permite migrar ao longo desse espectro de retorno, aproximando a tese de *risk premia/alternative alpha* sem depender exclusivamente do ambiente de mercado para que o resultado se materialize.

FIGURA 2
Expanding Roles of Alternatives



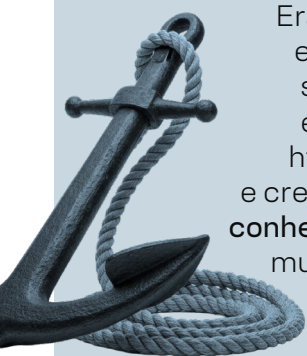
Fonte: CAIA - Alternative Alphas and Asset Allocation

Figura — Do beta ao alpha: espectro de fontes de retorno e tipos de produtos. No eixo horizontal, as estratégias são organizadas pela principal fonte de retorno, de exposições amplas de mercado (β) até fontes mais específicas (α). No eixo vertical, a figura indica a complexidade de gestão de risco. A segmentação também distingue produtos tradicionais (ex.: index/long-only) de alternativas (ex.: risk premia, alternative alpha), com exemplos de classes como *Private Credit*, *Private Equity* e *Hedge Funds*. **Enquadramento do crédito privado no espectro β - α .** A figura ilustra que retornos em crédito podem vir tanto de exposições mais próximas de beta (mercado) quanto de fontes ligadas a risco específico e estrutura (α) além de refletir maior exigência de gestão de risco. Esse enquadramento ajuda a separar exposição de mercado de componentes associados a seleção, execução e estrutura.

Capítulo 6

Disciplina em Ação

Quando a disciplina também envolve dizer “não” ao longo do ano, boa parte do nosso trabalho não aparece apenas nas posições que entram na carteira, mas nas decisões que tomamos antes disso: oportunidades que parecem atraentes no papel, mas carregam um tipo de assimetria que não faz sentido comprar. Em crédito, agir bem é importante — mas agir menos, na hora certa, também é uma fonte de resultado. É por isso que esta seção existe: para mostrar como o método se traduz em escolhas concretas, incluindo uma tese que recusamos e uma redução preventiva de risco.



O primeiro exemplo é de uma companhia que avaliamos e decidimos não ter exposição. Era um caso em que o retorno oferecido não compensava a fragilidade estrutural do negócio: uma empresa altamente dependente de receita de serviços, com pouca base de ativos fixos que pudesse servir como “âncora” econômica em cenários de estresse, e com um perfil de acionistas que, pelo histórico, elevava o risco de decisões desalinhadas com acionistas minoritários e credores. **Em crédito, esse tipo de combinação costuma produzir um padrão / conhecido: enquanto o ciclo é favorável, a tese parece funcionar;** quando o ambiente muda, o espaço de manobra encolhe rápido. A decisão, portanto, não foi sobre “prever um evento”, mas sobre reconhecer que a arquitetura do risco era assimétrica e que, para um mandato High Grade, era melhor manter distância — um “não” que preserva capital e evita depender de premissas frágeis.



O segundo exemplo é uma **redução preventiva de risco em um emissor relevante**. Aqui, o gatilho não foi um *headline*; foi a leitura do filme: uma estrutura de capital que começava a ficar desalinhada para um setor de *commodities* com pouca visibilidade de melhora operacional no curto prazo, somada a um contexto societário em que os sócios aparentavam não ter — por interesse ou por capacidade — o papel de estabilizar a situação caso a curva se tornasse mais desafiadora. Em setores mais cíclicos, **o erro clássico é tratar a volatilidade como “ruído”** e esquecer que, em crédito, a margem de segurança vem da combinação entre balanço forte e governança.

No entanto, nem tudo são flores. No 2º semestre de 2025, um emissor da carteira passou por uma reprecificação relevante no secundário — não houve default, mas houve abertura significativa de spreads e a discussão de potencial quebra de covenants ganhou tração. O que estava por trás do movimento já era, em grande parte, conhecido: um setor estruturalmente mais competitivo, uma estrutura de balanço mais frágil para um cenário adverso e um acionista sem capacidade (ou disposição) de capitalizar a companhia caso a pressão aumentasse. Também existiam sinais qualitativos que, olhando em retrospecto, deveriam ter pesado mais: mudanças relevantes no management e uma pequena retração na base de clientes. Tínhamos elementos suficientes para zerar a exposição — e não zeramos. Optamos por uma redução parcial, mas a resposta foi menos decisiva do que o contexto exigia; hoje, carregamos apenas uma posição residual. O aprendizado é simples e direto: em crédito, quando a assimetria muda e a tese passa a depender de “dar tempo” em um balanço apertado, disciplina significa cortar com clareza — não apenas reduzir.

Os dois exemplos contam a mesma história sob ângulos diferentes. Em crédito, a consistência não vem de “acertar sempre”, mas de manter a carteira robusta: recusar assimetrias ruins e reduzir risco quando o filme muda. No fim, disciplina é isso — e, em crédito, muitas vezes ela vale mais do que qualquer ganho marginal de carregamento.

Capítulo 7

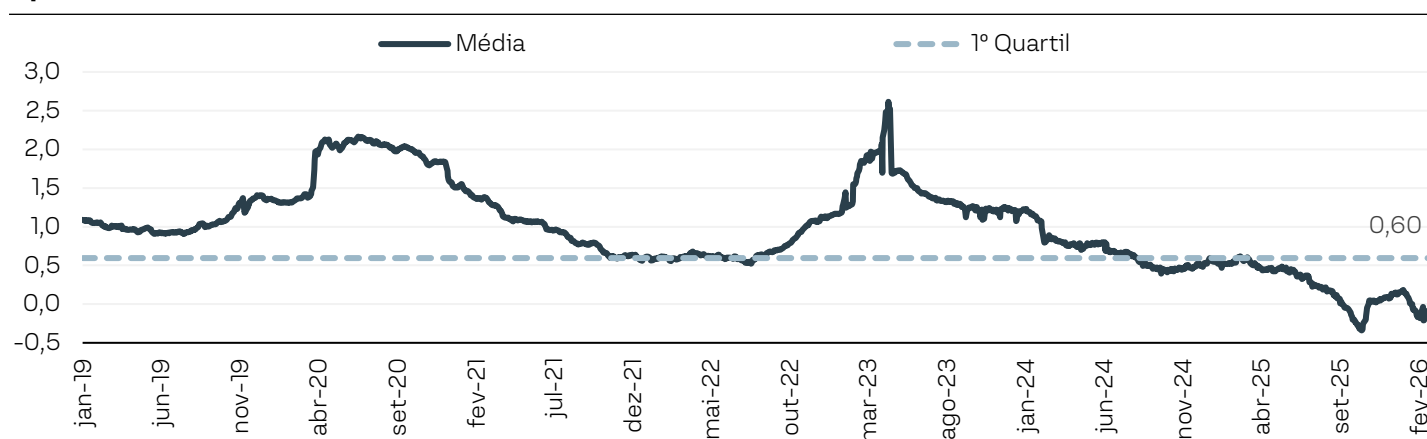
O que estamos monitorando



Neste momento, estamos concentrando o monitoramento nos casos em que uma piora do cenário macro tende a se materializar mais rapidamente no risco de crédito: empresas com alavancagem elevada e necessidade de refinanciamento no curto prazo. Em 2026, esse acompanhamento fica mais crítico porque três forças se conectam: (i) o pano de fundo eleitoral tende a aumentar volatilidade e ruído ao longo do ano; (ii) o mercado entra com spreads comprimidos — abaixo de referências históricas — o que reduz a margem para erro e torna o investidor naturalmente mais seletivo; e (iii) há indícios de desaceleração econômica, que costumam reduzir tolerância a estruturas mais alavancadas. A isso se somam dois agravantes importantes: de um lado, existem grandes companhias já operando sob estresse ou em processos de reestruturação, o que eleva a aversão ao risco e ‘educa’ o mercado de forma rápida (a seletividade aumenta mesmo para bons nomes). De outro, episódios político-institucionais em investigação adicionam ruído e podem contaminar a confiança e o prêmio de risco.

GRÁFICO 6

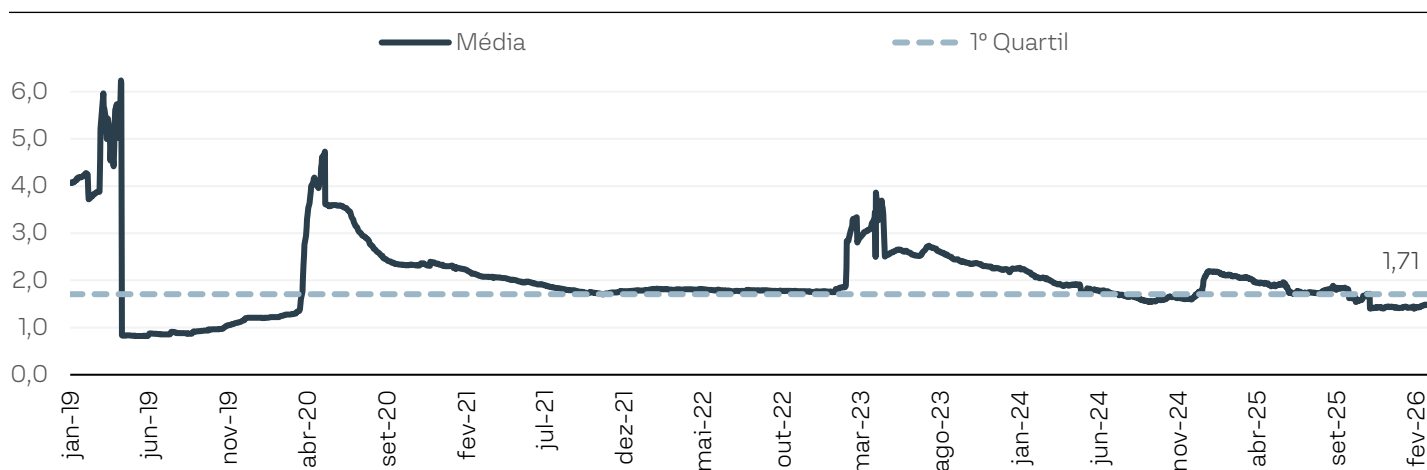
Spread Médio - Debênture x NTN-B



Fonte: Anbima

GRÁFICO 7

Spread Médio - CDI

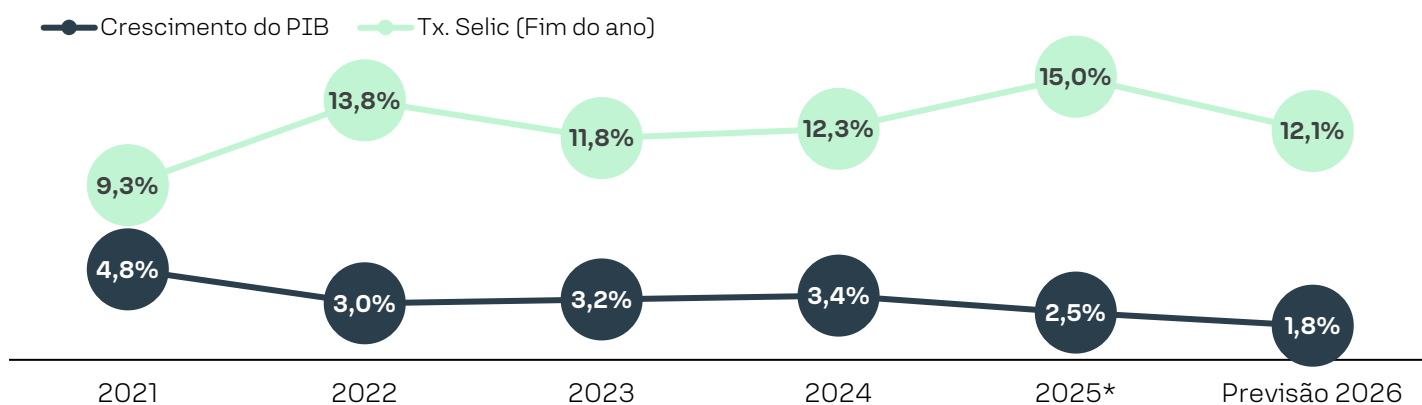


Fonte: Anbima

Quando o prêmio de risco está comprimido, o mercado naturalmente fica mais seletivo: não porque o crédito “acabou”, mas porque **a remuneração adicional por risco ficou menor**, e a tolerância a estruturas que dependem de uma única premissa cai. Nesse ambiente, refinanciamento deixa de ser um item de rotina e passa a ser um **teste de qualidade e de acesso**: quem tem uma estrutura de capital mais pesada e um calendário de vencimentos mais curto tende a sofrer mais se a janela de mercado fechar temporariamente ou se o custo marginal de funding subir. E é exatamente isso que tentamos antecipar: mapear onde existe necessidade de refinanciamento e pouca folga, para ajustar risco antes que o mercado reprecifique tudo de uma vez.

Evidências recentes reforçam o quadro de desaceleração. Ao longo de 2025, o crescimento interanual da economia brasileira desacelerou de 4% no primeiro trimestre para apenas 1,8% no terceiro trimestre, com virtual estagnação entre o segundo e o terceiro trimestres e perda de tração em investimento e consumo das famílias. A “prévia do PIB” calculada pelo Banco Central também aponta para um crescimento mais fraco: embora o IBC-Br tenha avançado 2,5% em 2025, se trata de uma desaceleração relevante frente aos 3,4% do ano anterior, marcando o pior desempenho desde 2020 e revelando perda de fôlego no final do ano. Esses sinais mostram uma economia que avança, mas em ritmo mais moderado, com setores sensíveis ao ciclo – como indústria e varejo – sendo particularmente afetados por juros elevados e menor impulso da demanda.

GRÁFICO 8 Crescimento do PIB vs. Selic



Fonte: Deloitte, Wordometer, BCB

Por isso, estamos olhando **todos os setores**, mas com **atenção especial ao setor de commodities e varejo**. A lógica aqui é de sensibilidade ao ciclo: em negócios mais expostos a preço e margem, a geração de caixa pode oscilar mais, e a combinação “alavancagem alta + vencimento curto” costuma ficar mais dependente do humor do mercado e do timing de janela — justamente num ano em que o ruído eleitoral tende a aumentar e em que os indicadores sugerem uma atividade mais contida.

Conclusão

O ponto central desta carta é que crédito não premia bravura — premia método. Em um mercado em que o retorno chega em degraus e a perda vem em elevador, a melhor forma de gerar resultado ao longo do ciclo é combinar três coisas: seleção rigorosa, monitoramento contínuo e gestão de risco como sistema. É isso que transforma “renda fixa” em um portfólio realmente resiliente: dizer “não” quando a assimetria é ruim, reduzir risco quando o filme muda e buscar alpha onde ele existe sem comprometer o downside.

Nosso objetivo, portanto, é simples e repetível: atravessar cenários diferentes preservando capital e entregando retorno ajustado ao risco. É essa disciplina — mais do que qualquer aposta isolada — que sustenta o compounding e transforma resultado em recorrência, trimestre após trimestre.

Atenciosamente,
Time Gestão de
Crédito High Grade

Conheça os fundos de Crédito High Grade da Tivio Capital



TIVIO INSTITUCIONAL
RL FIF RF CP

CNPJ: 10.347.493/0001-94

Fundo de investimento especializado em crédito bancário, com abordagem baseada em análise fundamentalista e acesso a emissões exclusivas das principais instituições financeiras do país, garantindo diversificação e robustez na alocação.

Público Alvo:
Investidores em geral

Rentabilidade
Mês 12 M Data base: 30/01/2026
101% do CDI 101% do CDI

xp btgpactual C6BANK ÁGORA

Clique para conhecer



TIVIO INSTITUCIONAL
RL FIF RF CP

CNPJ: 06.866.051/0001-87

Fundo de crédito privado high grade, que investe em títulos de dívida de empresas e instituições financeiras. Com uma gestão ativa e análise rigorosa dos emissores, o fundo busca rentabilidade consistente e diversificação.

Público Alvo:
Investidores em geral

Rentabilidade
Mês 12 M Data base: 30/01/2026
102% do CDI 103% do CDI

xp btgpactual C6BANK ÁGORA

Clique para conhecer



TIVIO INSTITUCIONAL 15
FIF - CI RF CP LP - RL

CNPJ: 04.240.128/0001-83

Fundo de crédito privado high grade, que investe em títulos de dívida de empresas e instituições financeiras e FIDC. Com uma gestão ativa e análise rigorosa dos emissores, o fundo busca rentabilidade consistente e diversificação. Resgate em D+15 dias.

Público Alvo:
Investidores em geral

Rentabilidade
Mês 12 M Data base: 30/01/2026
107% do CDI 109% do CDI

xp btgpactual C6BANK ÁGORA

Clique para conhecer



TIVIO INFRA PLUS
Tivio Plus RF Fundo Incentivado de Investimento Financeiro em Infraestrutura - RL

CNPJ: 32.485.590/0001-86

Fundo de crédito privado high grade que investe em debêntures de infraestrutura (Lei 12.431/11), apoiando projetos essenciais para o desenvolvimento do país.

Público Alvo:
Investidores em geral

Rentabilidade
Mês 12 M Data base: 30/01/2026
2,2% 15,3%
*Alfa: 1% *Alfa: 4,5%

xp sob demanda com assessor

btgpactual C6BANK ÁGORA

Clique para conhecer

Mais informações em www.tivio.com

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



Leia o QR Code
e acesse as redes
da Tivio Capital



RATING S&P:
AMP-1



Signatory of:
PRI Principles for Responsible Investment

TIVIO
CAPITAL

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

TIVIO
CAPITAL