

4ª carta de gestão de Crédito Privado

O QUE ESPERAR DO MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO PARA 2024?

Fevereiro/2024

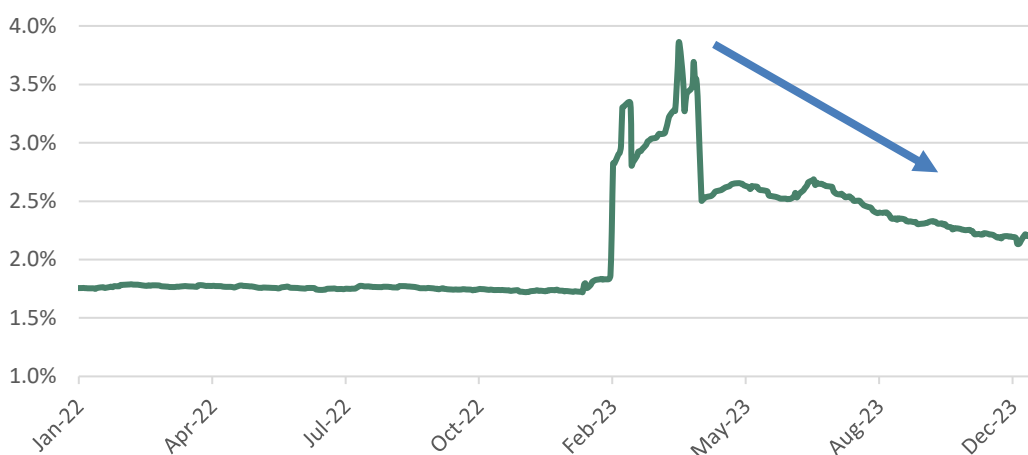
INTRODUÇÃO

Em Junho do ano passado, quando divulgamos nossa [3ª Carta de Gestão](#) da Legacy sobre crédito privado, fizemos um *strong call* para que os investidores aproveitassem a abertura de *spreads* de crédito observada no início de 2023 para aumentar a exposição em ativos de crédito privado.

De fato, naquele momento existia um potencial de ganhos de capital com a expectativa da normalização dos *spreads* além de um carregue elevado dos papéis. Fundos de Crédito como os da Legacy aproveitaram o momento e tiveram resultados positivos no 2º semestre.

Com isso, conseguimos fechar o ano de 2023 com os fundos de crédito da Legacy com rentabilidades acima dos *benchmarks* para nossos cotistas. O Fundo Legacy Credit por exemplo fechou o 3º ano acima do CDI com rentabilidade líquida acumulada de CDI+3.7% desde o seu início no final de 2021. Nesse início de 2024, o Fundo está com uma rentabilidade de 140% do CDI.

Gráfico 1: *Spreads* de Crédito para debêntures indexadas a CDI desde 2022



Fontes: ANBIMA e Legacy Capital

Tanto na crise do Covid em 2020 quanto na crise após a Recuperação Judicial (RJ) de Americanas e Light em 2023, podemos afirmar que o mercado de crédito local saiu fortalecido. Foi possível notar um amadurecimento dos *players* desse mercado, uma melhoria de seu funcionamento com maior liquidez no mercado secundário, uma maior diversificação na base de investidores de crédito e a criação de novas fontes alternativas de *funding* para os emissores.

Como já afirmamos na nossa última carta de gestão, acreditamos que o pior momento para os fundos de crédito foi o 1º semestre do ano passado. 2024 deverá ser um ano de retornos bem melhores para os investidores dos Fundos de Crédito Privado do que os retornos vistos em 2023. Estamos animados com o retorno do *Asset Class* tanto no mercado local como no Mercado de *bonds Offshore*.

Esperamos menor volatilidade nos preços dos ativos, menos eventos de crédito, mais *inflows* de recursos para a classe de ativos e um ano de volumes de emissões de debêntures institucionais e debêntures isentas (lei 12.431) próximo aos volumes recordes observados nos anos de 2021/2022.

CENÁRIO MACRO COM MENOS RISCOS DE RUPTURA NO CURTO PRAZO

Ao analisarmos os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira (e seus impactos nas empresas e no mercado de crédito) vemos um cenário mais benigno nesse início de 2024 em relação ao observado no início de 2023.

Sabemos que num país emergente como o Brasil, o filme pode mudar relativamente rápido. Entretanto, na fotografia atual da nossa economia, vemos alguns fatores positivos como: inflação controlada próxima à meta perseguida pelo Banco Central, câmbio estável com volatilidade baixa, economia crescendo num ritmo razoável, contas externas organizadas e aspecto fiscal não disruptivo.

A oferta de crédito para as empresas via mercado de capitais ou linhas bancárias permanece robusta. Na divulgação de resultados referentes ao 4T23, os principais bancos brasileiros reafirmaram uma expectativa de crescimento saudável de suas carteiras de crédito corporativo para o ano de 2024, acima dos patamares que vimos em 2023.

Seguem abaixo as projeções da área de economia da Legacy que suportam esse cenário.

Tabela 1: Cenário Base da Legacy

	2024	2025
Inflação (IPCA)	3.40%	3.50%
Crescimento do PIB	2.00%	1.50%
Déficit Primário (em % do PIB)	-0.70%	-0.80%
Conta Corrente (em % do PIB)	-0.90%	

Fonte: Legacy Capital

Nesse contexto, notamos que o CDS (*credit default swap*) Soberano do Brasil de 5 anos seguiu fechando spread desde Junho de 2023, caindo de 180 bps para 132 bps agora. Os recentes *upgrades* das agências S&P e Fitch no *rating* do país em escala global de BB- para BB também ajudaram nesse movimento de melhora da percepção do risco país. A última vez que essas 2 agências deram *upgrades* para o Brasil foi em 2011 (13 anos atrás).

Gráfico 2: CDS Soberano de Brasil nos *lows* desde 2020



Fontes: Bloomberg e Legacy Capital

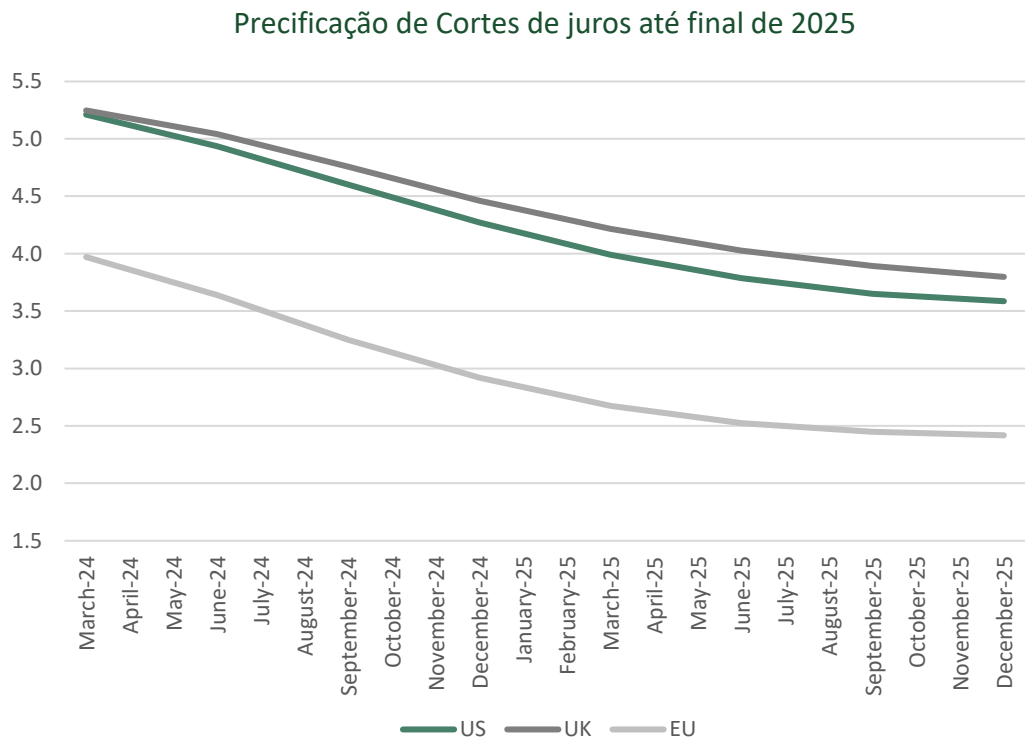
Na nossa opinião, esse cenário com menos riscos de cauda deve permitir que o Bacen siga cortando a Selic para patamares até abaixo do que o mercado precifica atualmente. Acreditamos que podemos ver uma Selic terminal até meados de 2025 mais perto de 8% a.a.

Obviamente, o tamanho do ciclo de cortes da Selic depende muito de fatores externos, como por exemplo, as decisões do Banco Central americano (FED) sobre a taxa de juros nos Estados Unidos (Fed Funds) ao longo de 2024 e seu impacto sobre a nossa taxa de câmbio USDBRL.

Nesse aspecto, o cenário mudou radicalmente desde a nossa última carta, em Junho de 2023. Enquanto havia algum temor dos agentes de mercado de que o FED poderia continuar subindo os juros acima do patamar atual de 5.35% a.a. no meio do ano passado, agora existe um grande consenso no mercado de que já em 2024 teremos os primeiros cortes de juros por lá.

Sendo assim, o Bacen poderá entrar numa segunda etapa do ciclo de cortes na Selic, onde haverá uma maior sincronia com a política de juros das principais economia desenvolvidas como podemos ver no gráfico 3 a seguir.

Gráfico 3: Mercado precifica início de ciclo de cortes de juros nas principais economias desenvolvidas ao longo de 2024



Fontes: Bloomberg e Legacy Capital

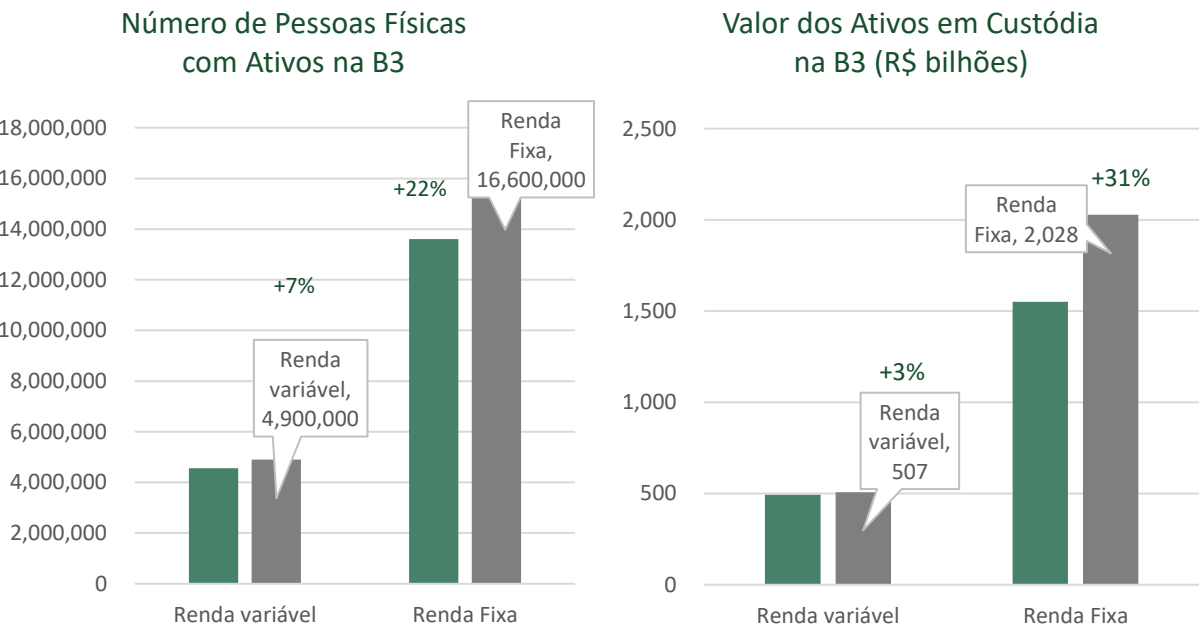
CRÉDITO PRIVADO: UM DOS ASSETS CLASSES QUE MAIS CRESCEM NO BRASIL

Atualmente, o mercado de crédito privado é um dos *Assets Classes* que mais crescem no Brasil, evidenciado pelo crescimento no número de ofertas primárias de papéis, pelo estoque crescente de títulos, pela abertura de novas gestoras especializadas em crédito ou pelo aumento da importância das áreas de DCM (*Debt Capital Markets*) dentro dos maiores bancos brasileiros.

Ao analisarmos os dados divulgados pela B3 comparando o crescimento do número de investidores e as respectivas alocações em Renda Fixa versus Renda Variável, considerando posições detidas diretamente nos CPFs, fica evidente que a compra de ativos de crédito privado se popularizou de vez.

Nos dados de Set/23 divulgados pela B3, observamos que o número de pessoas físicas com ativos de RF chegou a 16.6 milhões de investidores, 22% maior que em Set/22. Enquanto isso, a custódia desses ativos de RF superou o valor de 2 trilhões de reais (+31% yoy).

Gráfico 4: Pessoas físicas tem 3x mais ativos de Renda Fixa do que Renda Variável na B3



Fontes: B3 e Legacy Capital

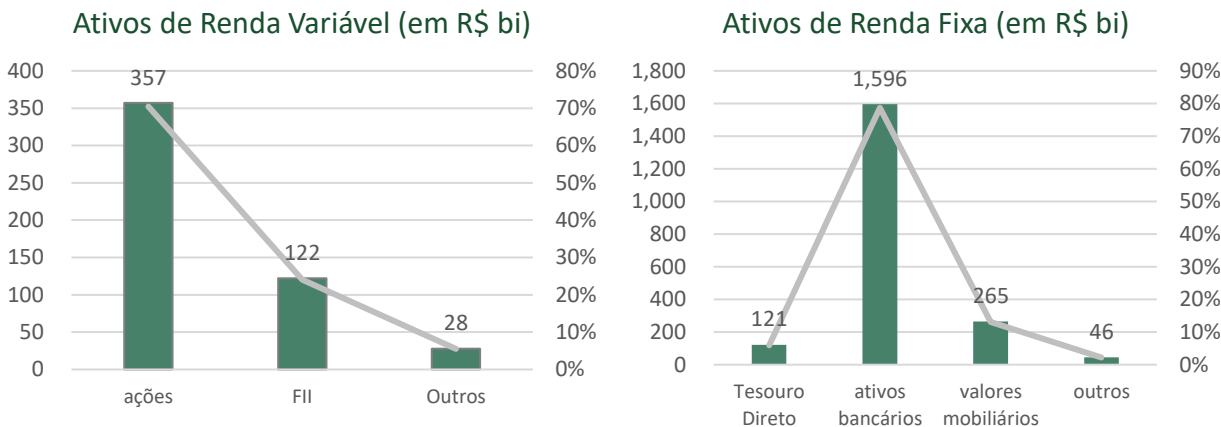
É verdade que a principal alocação em Renda Fixa ainda são papéis emitidos por Bancos como CDBs, LCIs e LCAs (R\$ 1.6 trilhões em ativos bancários). Entretanto, nos últimos anos observamos um forte crescimento na alocação em ativos como debêntures corporativas, fundos Imobiliários, CRAs e CRIs.

Por exemplo, a alocação de pessoas físicas em debêntures atingiu o mesmo patamar da alocação em títulos do Tesouro, próximo a R\$ 120 bilhões.

Ou ainda, a soma da alocação das pessoas físicas em debêntures, CRIs, CRAs e fundos imobiliários alcançou R\$ 387 bilhões, acima da alocação em ações à vista (R\$ 357 bilhões).

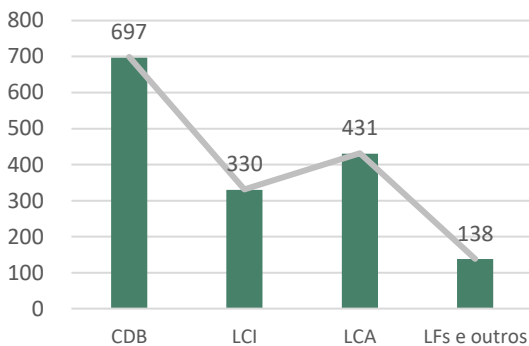
Vale lembrar que tais dados citados nos gráficos não incluem os ativos comprados por fundos de investimentos, incluem apenas aqueles ativos custodiados diretamente nos CPFs dos investidores brasileiros.

Gráfico 5: Breakdown de ativos de Renda Fixa e Renda Variável

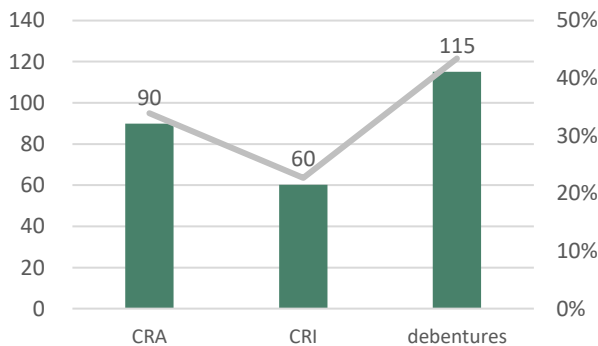


Fontes: Bloomberg e Legacy Capital

RF: Breakdown de ativos bancários (em R\$ bi)



RF: Breakdown de Valores Mobiliários (em R\$ bi)



Fontes: B3 e Legacy Capital

MUDANÇAS RECENTES NA REGULAÇÃO IRÃO ALTERAR SUBSTANCIALMENTE O MERCADO DE CRÉDITO PRIVADO A PARTIR DE 2024

Mudanças recentes na regulação estão reformatando o mercado de crédito privado e dos fundos de investimento no Brasil. Em 2023, tivemos duas das alterações mais importantes dos últimos anos para o mercado de capitais brasileiro:

- a resolução CVM 160, que alterou a regra sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários,
- e a resolução CVM 175, publicada em Outubro do ano passado, que veio para transformar de forma positiva a indústria de fundos de investimentos.

Nesse início de 2024 já tivemos 2 novidades importantes que vão impulsionar o mercado de crédito privado:

- a transformação do PL 2.646, aprovado pela Câmara dos Deputados em dezembro de 2023, na Lei 14.801/2024, que criou uma nova modalidade de ativos, a debênture de infraestrutura com isenção de IR para o emissor desses papéis (diferente da debênture isenta regida pela lei 12.431) e
- a divulgação das Resoluções CMN 5.118 e 5.119 pelo Conselho Monetário Nacional, alterando a regra para emissões de LCAs, LCI, LIGs, CRI e CRAs.

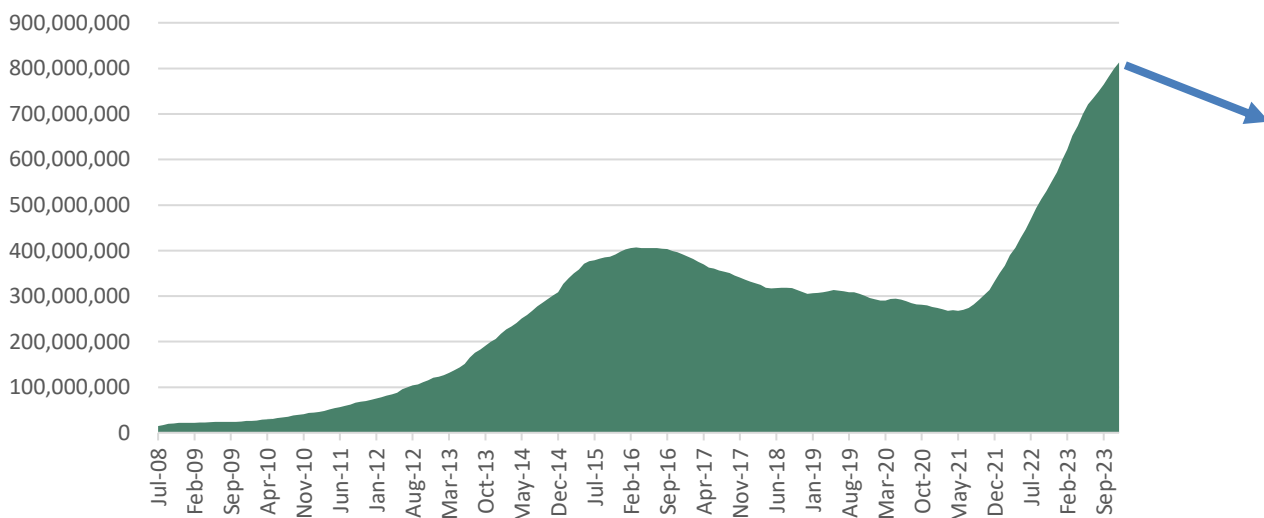
Como efeito dessas 2 novas resoluções do CMN, o volume de emissão dos ativos bancários isentos (LCA, LCI e LIG) deve se reduzir sensivelmente a partir de agora. Os prazos mínimos de emissões que eram de 3 meses foram ampliados para 9 meses na LCA e para 1 ano na LCI, o que deve gerar uma diminuição na demanda desses ativos. Afinal de contas, LCAs e LCIs com resgate somente a partir de 9 ou 12 meses não deveriam mais servir como alternativa para liquidez corrente dos investidores.

Além disso, os preços das LCIs e LCAs cotados em % do CDI devem ficar menos atrativos para os investidores em geral. Acreditamos que os bancos devem voltar a emitir mais CDBs, Letras Financeiras Seniores e Subordinadas para se financiarem e substituírem as emissões de LCIs e LCAs.

Em Setembro de 2023, as pessoas físicas possuíam aproximadamente R\$ 900 bilhões de LCIs, LCAs e LIGs. Como parte desses ativos não devem ser renovados pelos bancos, parte desses recursos devem migrar para fundos de crédito privado e de debêntures de infraestrutura.

Por exemplo, uma LCA de um grande banco com prazo de resgate de 9 meses a 92% do CDI não deveria ser considerada pelos investidores como a melhor alternativa para gestão de caixa (reserva de emergência) dada a sua falta de liquidez. Fundos de crédito privado como o Fundo Legacy Credit com resgate em 45 dias e carregamento líquido de 125% do CDI passam a ser uma alternativa mais interessante por terem melhor rentabilidade e mais liquidez se comparada com a LCA mencionada no exemplo acima.

Gráfico 6: Estoque de LCIs + LCAs (em R\$ bilhões) no mercado



Fontes: Anbima e Bacen

O mesmo racional pode ser aplicado às emissões corporativas de CRAs e CRIs, já que agora empresas dos setores de educação, saúde, varejo, papel e celulose, aluguel de veículos entre outros não ligados aos setores agro e imobiliário não poderão mais emitir tais instrumentos.

Hoje o estoque de CRIs e CRAs no mercado é da ordem de R\$ 311 bi. Estimamos que aproximadamente 50% dos R\$ 84 bilhões de emissões de CRIs e CRAs feitas em 2023 não seriam elegíveis na regra nova. Teremos muito menos ofertas de CRIs e CRAs a partir de 2024. Em contrapartida, devem aumentar os volumes de emissões de debêntures institucionais, de debêntures isentas (Lei 12.431) e de infraestrutura.

FATORES QUE CONTRIBUÍRAM PARA A MELHORA NA PERCEPÇÃO SOBRE O RISCO DE CRÉDITO DOS EMISSORES

Como mencionamos na [3ª Carta de Gestão](#) em Junho de 2023, a postura pragmática dos acionistas e CFOs dos *large corporates* brasileiras ao fazerem aumentos de capital (*Follow-ons*) e vendas relevantes de ativos foi determinante para que o mercado de crédito melhorasse a partir do meio de 2023.

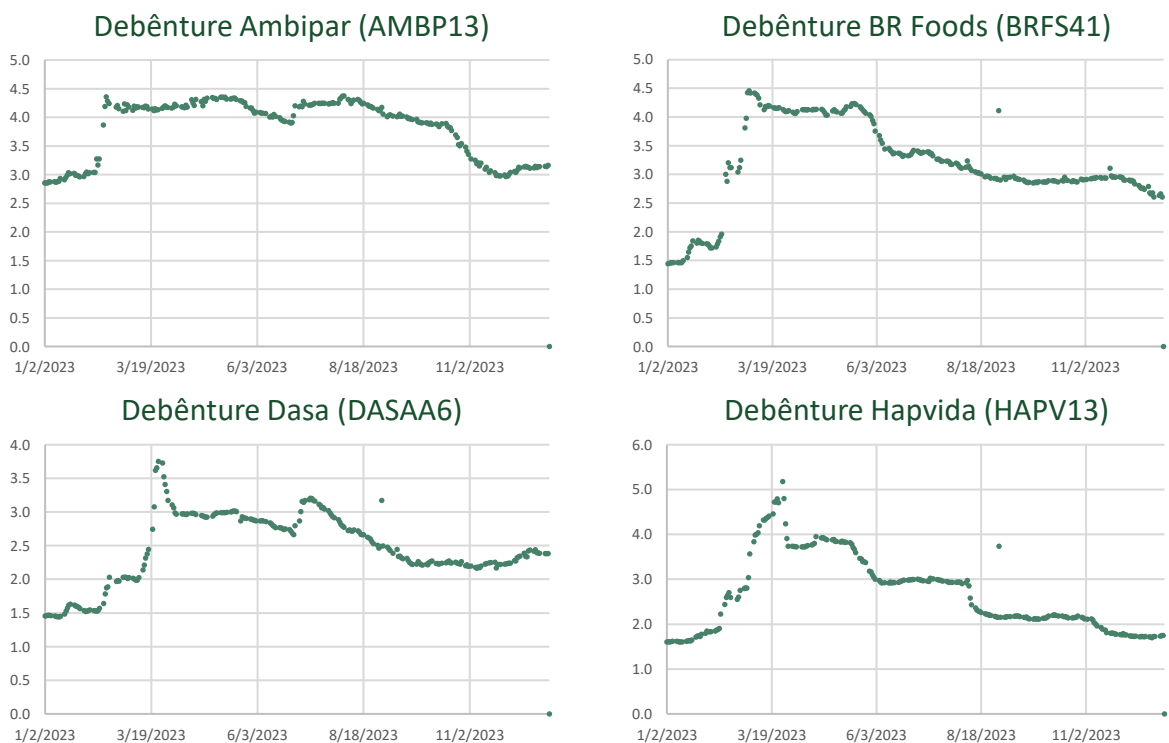
Após 2 grandes eventos de *default* em apenas 2 meses (Americanas e Light), os investidores ficaram extremamente preocupados com a possibilidade de alguma outra grande empresa brasileira listada na Bolsa (e com muitas emissões de dívida) pudesse seguir o mesmo caminho.

De fato, o aperto monetário feito pelo Bacen ao levar a SELIC de 2% a.a. para 13.75% a.a. fez com que o serviço da dívida de muitas empresas consumisse uma parte relevante da geração de caixa das mesmas. Com isso, notávamos que a estrutura de capital de alguns grandes emissores estava demasiadamente alavancada para essa nova realidade de juros altos por mais tempo.

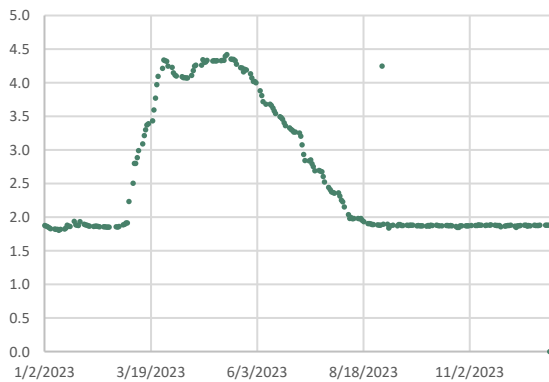
Diante do congelamento do mercado de capitais e da retração na disposição dos bancos em oferecer novas linhas de crédito no início de 2023, o *management* de diversas *large corporates* foram ágeis em executar vendas de ativos e/ou aumentos de capital de montas relevantes. Afinal, na maioria das vezes é melhor diluir seus acionistas e/ou se desfazer de ativos *non-core* do que perder a bancabilidade para seguir rolando suas dívidas a custos razoáveis.

Essas atitudes pró-credores de algumas das maiores companhias listadas no Ibovespa foram decisivas para o fechamento de *spreads* de crédito observado a partir do 2º trimestre de 2023. Como podemos ver nos gráficos a seguir, esses eventos ajudaram a reverter as aberturas de *spreads* em debêntures de empresas como Ambipar, BR Foods, Dasa, Hapvida, MRV, Natura, entre outros.

Gráfico 7: Evolução de *spreads* de crédito de algumas debêntures de empresas que fizeram *Follow-on* e/ou Venda de Ativos (papéis cotados em CDI + Spread)



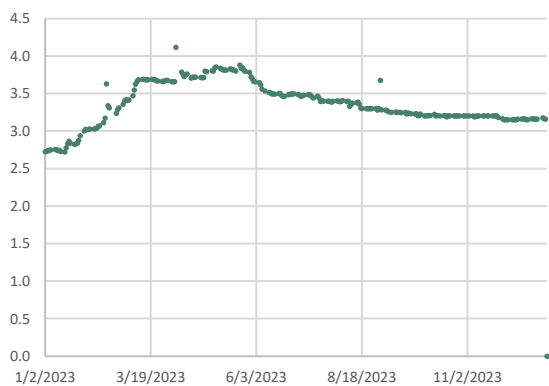
Debênture MRV (MRVEA8)



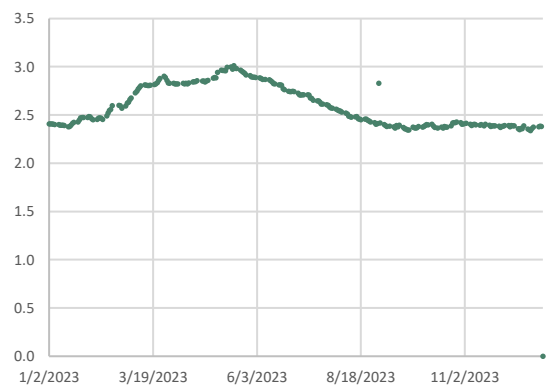
Debênture Natura (NATUA1)



Debênture Horizon (HZTC24)



Debênture Vamos (VAMO14)



Fontes: Anbima e Legacy Capital

A boa gestão de crise do *management* dessas companhias gerou um aumento de liquidez no caixa e/ou uma redução do seu endividamento, minimizando assim qualquer risco de piora na percepção do mercado sobre o risco de crédito das mesmas.

Nos últimos 2 meses, outras grandes empresas, ainda com certo grau de alavancagem, estão anunciando novas operações de aumento de capital como o Grupo Pão-de-Açúcar e Magazine Luiza. Para os credores, esses *follow-ons* são sempre muito bem-vindos.

Para empresas de porte menor (PMEs) sem acesso ao mercado de *equities* e com menor acesso a linhas de crédito, o cenário ainda é muito desafiador. Olhamos com preocupação para esse segmento de Pequenas e Médias empresas no Brasil.

Tal conjuntura reforça o conceito de que os credores são sêniores em relação aos acionistas em situações de maior aperto financeiro. Empresas solventes mas com algum aperto no fluxo de caixa sempre deveriam preferir diluir seus acionistas e/ou vender ativos não-essenciais a comprometer a viabilidade de longo prazo de seus negócios.

ESPERAMOS MENOS EVENTOS DE CRÉDITO (*DEFAULTS*) DENTRE AS GRANDES EMPRESAS BRASILEIRAS EM 2024

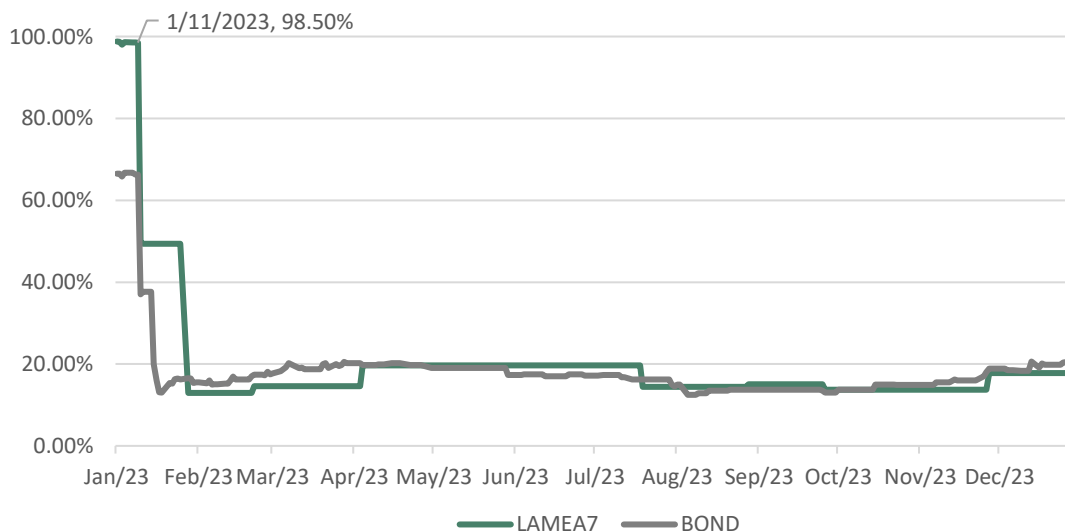
O ano de 2023 foi marcado por um forte aumento na ocorrência de eventos de crédito (*Defaults* ou reestruturações de dívidas) em empresas brasileiras com emissões no mercado de capitais local ou *offshore*. Americanas, Oi, Light, Unigel, Southrock, Sequoia Logística e Atento foram algumas das empresas que geraram prejuízo para seus credores. Alguns desses *defaults* geraram grande impacto nas cotas de diversos fundos de crédito da indústria.

Sabemos que diversas *large corporates* brasileiras ainda enfrentam importantes desafios à frente. Afinal de contas, a taxa de juros SELIC está acima de 10% há exatos 2 anos, encarecendo muito o custo da dívida dos emissores locais. Setores como consumo e varejo (vestuário, restaurantes, eletrônicos), construção civil, planos de saúde e turismo ainda tentam se recuperar das mudanças trazidas após a crise do Covid em 2020. A alta volatilidade nos preços das *commodities* versus seus custos de produção trouxe desafios ao setor Agro também.

Dito isso, acreditamos que parte dos potenciais *defaults* que ainda podem acontecer à frente (caso aconteçam) deveriam ter menor impacto nos mercados do que o caso de Americanas por exemplo, principalmente se forem de casos já mapeados pelos investidores, como foi o caso do recente pedido de Recuperação Judicial da empresa área Gol.

Ao observar a evolução de preços da debênture de Americanas abaixo (cotados em % do par), podemos constatar que os investidores foram pegos de surpresa. Não havia precificação de que esse evento era provável nos seus títulos de dívida. Quando a empresa pediu RJ em Janeiro de 2023, a debênture LAMEA7 (com volume emitido de R\$ 2 bilhões) era transacionada no mercado secundário ao preço de 98.5% do par. Dois meses depois, LAMEA7 já estava sendo negociada próximo a 20% do par.

Gráfico 8: Evolução de Preço em % Pu par dos ativos de Lojas Americanas



Fontes: Bloomberg e Legacy Capital

Já no caso da empresa aérea Gol, observamos que a precificação da sua emissão de *bonds* em USD com vencimento em 2025 já incluía uma alta probabilidade de *default* nesse início de 2024. Quando foi divulgada a notícia de que a Gol entraria com pedido de RJ recentemente, seu *bond* já estava sendo cotado próximo 34% do PU par (ou valor de face). Ou seja, não houve tanta surpresa no mercado. A maior parte das perdas impostas a seus credores já tinham acontecido ao longo de 2022 e 2023.

Vale ressaltar que não temos exposição ao crédito de Gol. Usamos o exemplo apenas para ilustrar a questão da precificação a mercado ou não antes de um evento de *default*.

Gráfico 9: Evolução de Preço em % Pu par do *Bond offshore* da Gol

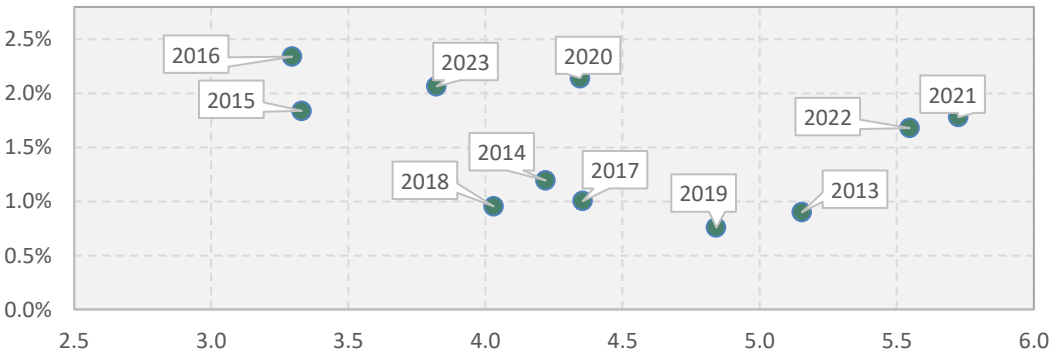


Fontes: Bloomberg e Legacy Capital

SPREADS DE CRÉDITO: VALUATION E DISPERSÃO

Historicamente, ao analisarmos uma janela mais longa de tempo (gráfico 10 abaixo), constatamos que ainda temos *spreads* de crédito em níveis saudáveis. Apenas em 2 momentos nos últimos 10 anos, tivemos *spreads* mais elevados do que os vistos atualmente: durante a grave crise de 2015/2016, onde houve uma explosão de *defaults* dentre as companhias brasileiras e em 2020 nos primeiros meses após a crise do Covid.

Gráfico 10: Média de Spread e Duration de Debêntures com rating >= AA- a cada ano



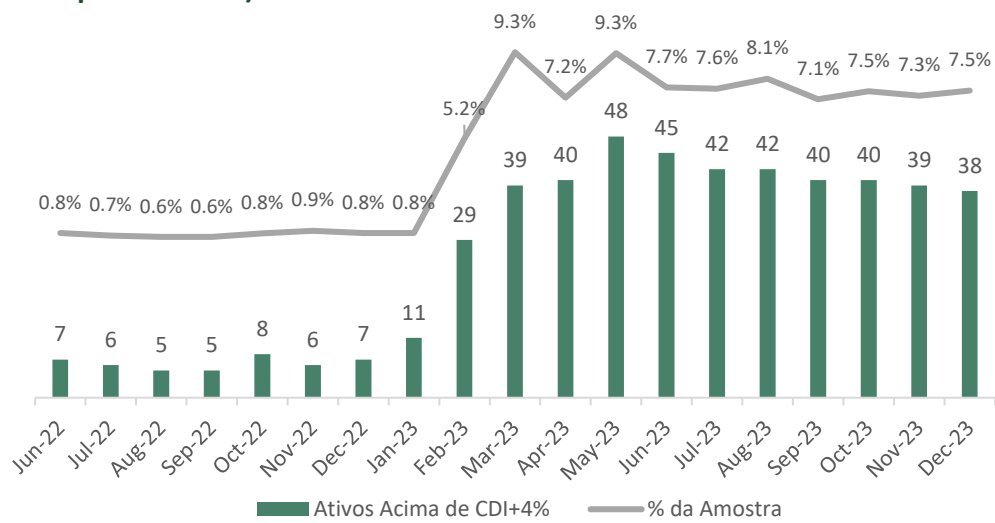
Fontes: Anbima e BTG

Após o fechamento de *spreads* de crédito visto no 2º semestre de 2023, acreditamos que a diferença de rentabilidades entres os fundos de Crédito Privado em 2024 deverá vir mais de Alfa (*credit picking* = acertar os cases de recuperação e evitar potenciais *defaults*) do que de Beta (fechamento espalhado de *spreads*).

Um dos fatores que nos levam a acreditar que o *credit picking* será fonte relevante de alfa em 2024 é a maior dispersão de *spreads* entre as debêntures corporativas precificadas pela Anbima atualmente.

No gráfico abaixo podemos notar que apesar da normalização dos *spreads* de crédito observada desde 2023, ainda existem 38 debêntures precificadas pela Anbima com taxa acima de CDI+4% aa (7.5% da amostra total). Há 1 ano atrás, esse número era de apenas 7 debêntures acima de CDI+4% (ou 0.8% da amostra).

Gráfico 11: Número de debêntures com *Spread* acima de CDI + 4% (amostra: papéis precificados pela Anbima)



Fontes: Anbima e Legacy Capital

A escolha correta por parte dos gestores de crédito de quais dessas debêntures mais estressadas terão compressão de *spreads* em 2024 pode gerar um diferencial de rentabilidade entre os fundos de investimentos em crédito privado.

Por outro lado, as debêntures com *ratings* AAA voltaram para os *lows* de *spreads* vistos no *bull market* de 2021/22, e atualmente já não oferecem retornos tão atrativos na nossa opinião.

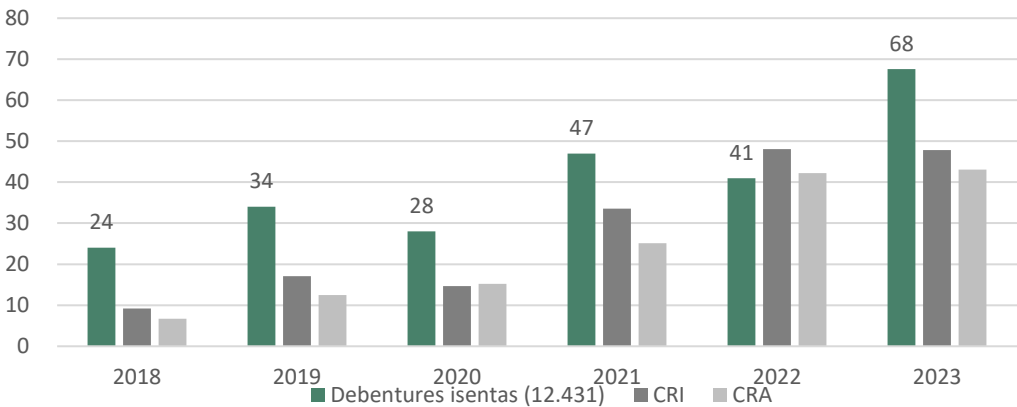
Mandatos que só invistam nesses papéis AAA terão dificuldade em manter um carregio alto nos seus portfolios pois alguns *spreads* estão muito baixos. Como exemplo, podemos citar a nova emissão de debêntures de 5 anos da Sabesp com carregio de apenas CDI+0.85% ou ainda no mercado secundário as debêntures emitidas pela B3 negociadas a CDI+0.9% e da CPFL cotadas a CDI+1.0%.

DEBÊNTURES ISENTAS DE IMPOSTO DE RENDA (LEI 12.431): UM *MUST HAVE* NA CARTEIRA DOS INVESTIDORES BRASILEIROS

Uma das subclasses de ativos de Crédito Privado que mais cresce no Brasil é a de debêntures isentas (lei 12.431), como podemos ver no gráfico 12 abaixo.

Com as novas resoluções CMN 5.118 e 5.119 que alteraram a regra para emissões de LCAs, LCIs, LIGs, CRIs e CRAs, acreditamos que os volumes de emissão de CRIs e CRAs devem cair sensivelmente, voltando para patamares vistos até 2021. Por outro lado, após atingir um recorde de R\$ 68 bilhões de emissões em 2023 (mais que o dobro do volume de emissões de novas ações na Bolsa em *Follow-ons*), as debêntures isentas devem ter outro ano muito forte em volume de emissões.

Gráfico 12: Volume de Emissões Primárias por ano (em R\$ bilhões)



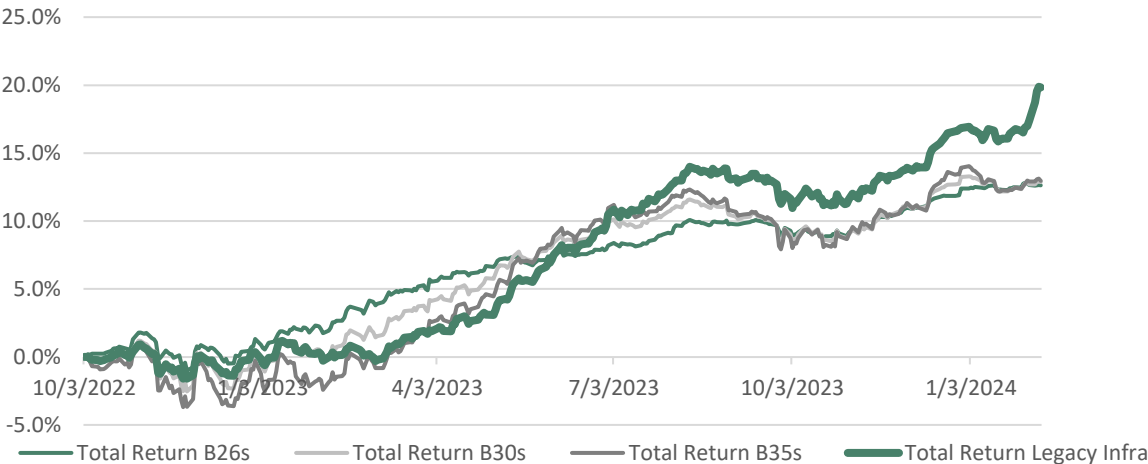
Fontes: Anbima e Legacy Capital

TROQUE SUAS NTNBS POR DEBÊNTURES ISENTAS!

As debêntures isentas indexadas ao IPCA devem se consolidar como ativo de dívida corporativa livre da cobrança de imposto de renda mais procurado pelos investidores nos próximos anos. **A vantagem para uma pessoa física trocar seus investimentos em NTNBS (que tem tributação de 22.5% a 15% de IR) por debêntures isentas é bem clara na nossa opinião.** Além disso, muitos investidores carregavam NTNBS em Fundos Exclusivos sem a incidência de come-cotas mas essa isenção não existe mais.

No gráfico 13, comparamos o retorno líquido do Fundo Legacy Infra desde seu início em Out/2022 com o retorno total de quem investiu em NTNBS de vencimentos 2026, 2030 ou 2035 após tributação de 15% de IR.

Gráfico 13: Performance do Fundo Legacy Infra (isento) versus NTNBS com vencimentos 2026, 2030 e 2035 após tributação mínima de 15% de IR



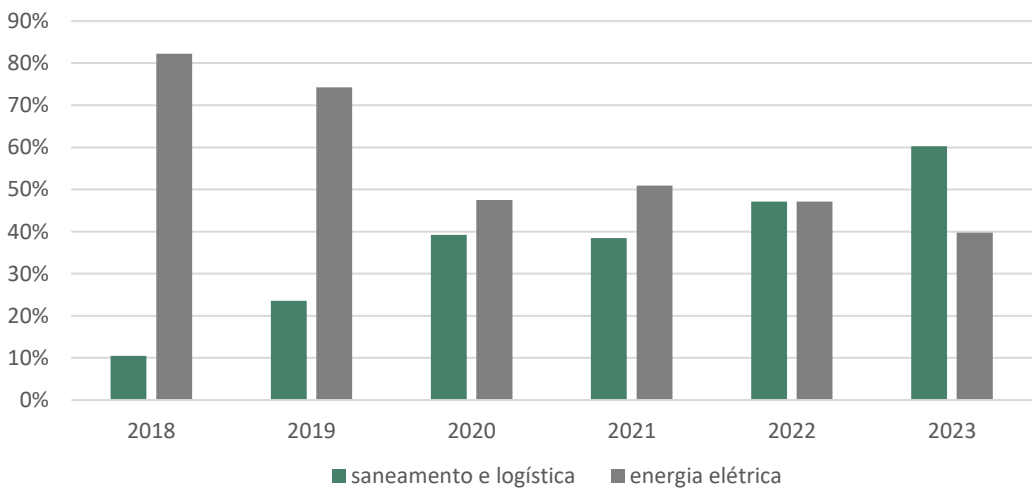
Fontes: Bloomberg e Legacy Capital

Existe atualmente no Brasil uma forte agenda de investimentos em infraestrutura. Leilões de rodovias, portos e aeroportos, *capex* crescente para universalização de água e esgoto até o ano de 2033, expansão da rede de fibra ótica pelo país, novos projetos de geração de energia limpa como eólica e solar são alguns dos motivos que nos fazem acreditar que esse mercado crescerá a taxas aceleradas nos próximos anos.

Desde 2021, o volume de emissões em mercado de capitais de debêntures voltadas para o setor de infra tem superado os desembolsos do BNDES para esse setor. O BNDES tem suportado o crescimento desse mercado participando de diversas emissões juntamente com o mercado nos últimos anos.

Uma boa notícia para gestores de crédito que tenham mandatos de debêntures isentas como nós da Legacy Capital é a diversificação de emissores e setores. Em 2018, 80% das emissões de debêntures 12.431 foram feitas por companhias do setor elétrico. Já em 2023, esse percentual caiu pela metade (40%). Setores como saneamento e logística tem ganhando *market share* ultimamente.

Gráfico 14: Breakdown de volume de emissões por Setor (Debentures 12.431)



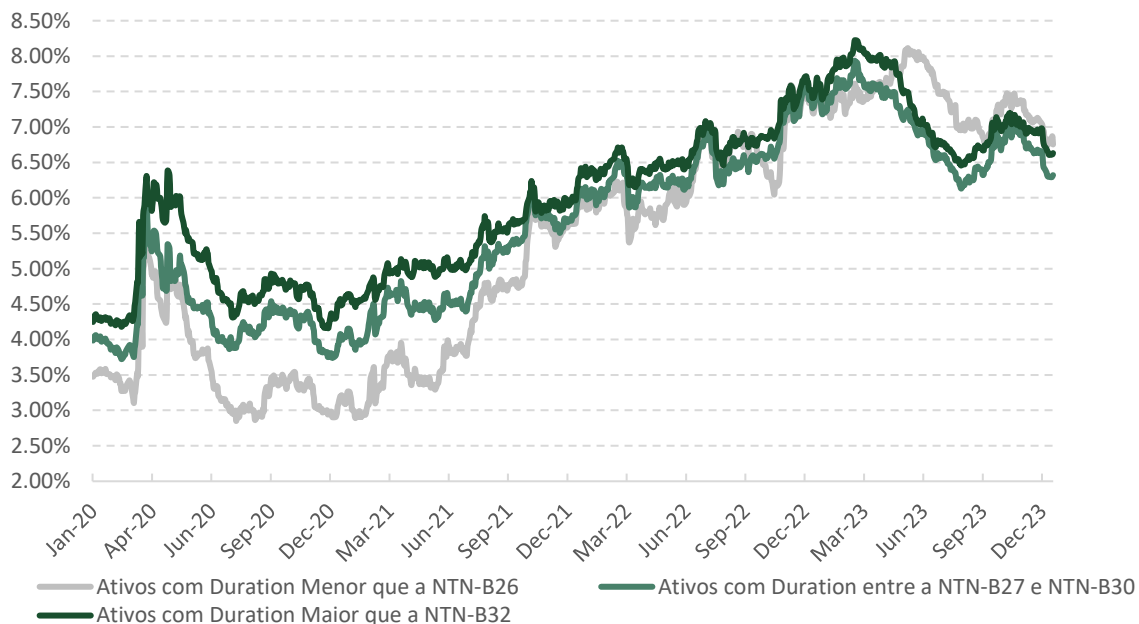
Fontes: Anbima e Legacy Capital

Adicionalmente, em abril de 2023 o governo aprovou uma nova regra permitindo 6 novos setores emitirem debêntures 12.431. São eles: educação; saúde; segurança pública e sistema prisional; parques urbanos e unidades de conservação; equipamentos culturais e esportivos; além de habitação social e requalificação urbana. O fato de que algumas empresas dos setores de saúde e educação não poderão mais emitir CRIs pode acelerar o aumento de emissão de debêntures isentas pelas maiores empresas desses 2 setores.

Desde meados de 2023 temos chamado atenção para a atratividade das debêntures de infraestrutura (página 11 de nossa [3ª Carta de Gestão](#)). Historicamente, é muito raro termos uma conjuntura como a de agora que une juros reais elevados (ainda em torno de IPCA + 5.5% nos vértices intermediários da curva de NTNBS) com *spreads* de crédito ainda atrativos.

Após os fortes retornos alcançados ano passado (nosso fundo de debêntures de infraestrutura teve retorno líquido de IR de +16.5% em 2023), acreditamos que 2024 e 2025 serão excelentes anos para investimentos nessa classe.

Gráfico 15: Evolução dos *Yields* de debêntures Isentas (Lei 12.431) indexadas a IPCA



OS FUNDOS DE CRÉDITO PRIVADO DA LEGACY CAPITAL

Anos difíceis como o de 2023 servem para testar processos e convicções dos gestores de recursos. Acreditamos que esses momentos de crise como vimos no mercado de Crédito Privado são importantes para que os investidores possam validar se os mandatos dos fundos estão adequados à sua expectativa em relação ao controle de liquidez, à diversificação de carteiras, aos *drawdowns* nas cotas dos fundos e sua volatilidade e à qualidade do passivo dos mesmos.

Fundo Legacy Capital Credit FIC FIM CP (benchmark CDI)

Nosso 1º fundo de crédito se chama Legacy Credit e tem mais de 2 anos e meio de histórico. Nesse período tivemos uma rentabilidade acumulada de CDI + 3.7% com volatilidade anualizada baixa (entre 0.5% e 1%). Nos últimos 12 meses nossa rentabilidade é de CDI + 1.8%. Não tivemos nenhum mês de cota negativa e todos os cotistas do fundo estão acima de 100% do CDI.

Mesmo no pior ano para investimentos em Crédito Privado dos últimos 7 anos (desde a crise vista na recessão de 2015), conseguimos ter um resultado acima do CDI no Fundo Legacy Credit, com volatilidade controlada e passivo estável.

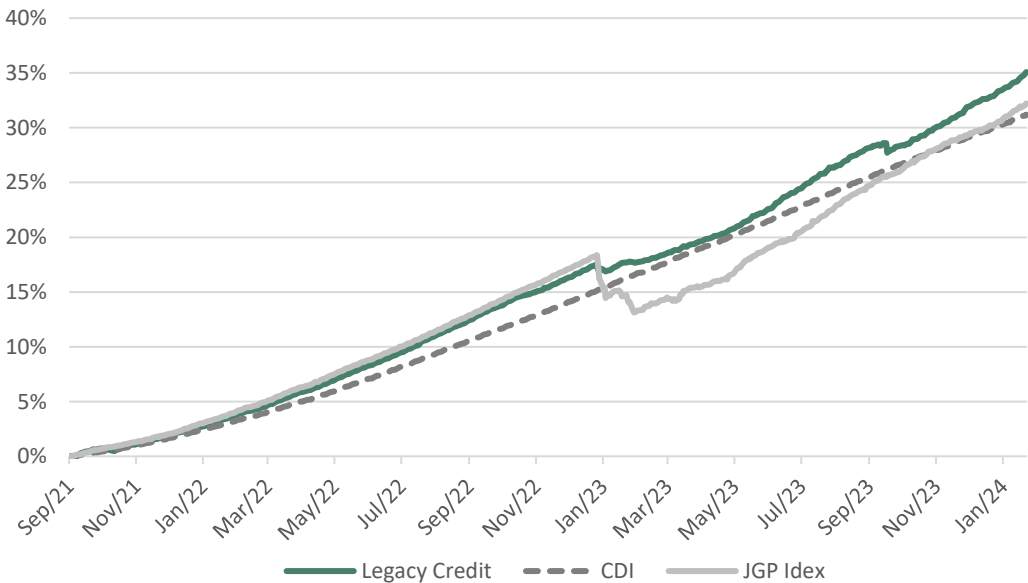
O Carrego bruto da carteira do Legacy Credit está em CDI + 3%. O Fundo nunca teve um ano abaixo de 100% do CDI. Mesmo na crise de Americanas tivemos um *drawdown* bem limitado nas cotas, com poucos regates (captação líquida positiva no ano de 2023).

No final de 2023, iniciamos uma alocação de 5% do PL do Fundo num *portfolio* pulverizado de *bonds* de empresas e bancos brasileiros. Nosso cenário era de que enquanto o FOMC estivesse subindo juros seria muito desafiador ganhar dinheiro com uma carteira de *bonds* pré-fixados. Por esse motivo decidimos não ter alocação em *bonds* ao longo dos anos de 2022 e 2023. Temos a intenção de aumentar tal posição durante o 1º semestre de 2024.

Tabela 2: Rentabilidade por ano do Fundo Legacy Credit

	Legacy Credit	CDI	JGP Idex
Set-Dez/2021	2,3%	2,0%	2,5%
2022	14,3%	12,4%	14,9%
2023	13,3%	13,0%	10,2%
2024	1,9%	1,4%	2,0%
Acumulado	35,1%	31,4%	32,5%

Gráfico 16: Cota do fundo Legacy Credit FIC versus Benchmarks

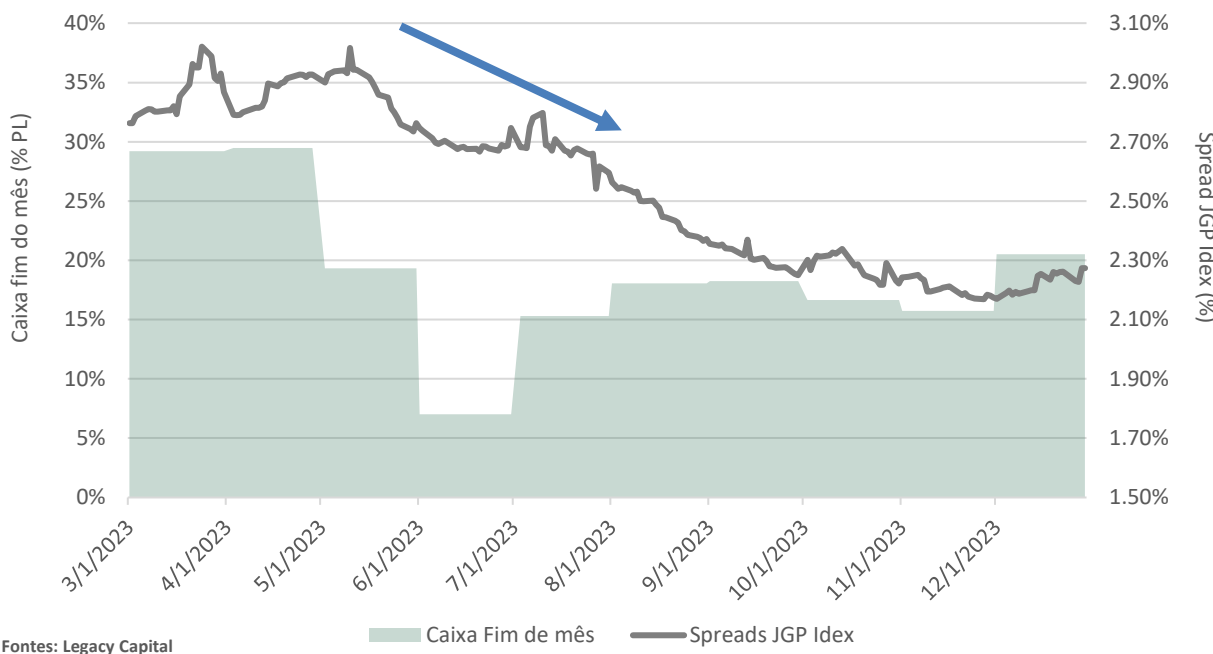


Fontes: ANBIMA e Legacy Capital

Ao longo da crise de 2023, fizemos uma gestão ativa do caixa do Fundo. Em Fevereiro/23, após o *default* de Light (não tínhamos exposição ao nome), tínhamos uma leitura de mercado de que *spreads* abririam para patamares mais altos nos meses a seguir e por isso decidimos ficar líquidos.

Chegamos a ter 40% do fundo em caixa em fevereiro/23 e isso nos permitiu comprar ativos a preços muito descontados no mercado secundário a partir do mês de Maio. Aproveitamos os resgates principalmente dos fundos de liquidez diária (D0 e D1) para comprar ativos em liquidação, com uma postura contracíclica.

Gráfico 17: Posição de Caixa do Fundo Legacy Credit (em % do PL) x Spreads de crédito



Fundo Legacy Capital FIC FI Deb Infra RF CP (Debêntures de Infraestrutura, benchmark IMA-B)

Nosso segundo fundo de crédito da Legacy é um fundo enquadrado na lei 12.431 de debêntures isentas de IRRF. Foi lançado em Outubro de 2022 com rentabilidade líquida acumulada de 19.6% (ou 3.5% acima do IMAB), sem incidência de IR.

Atualmente a carteira do Fundo Legacy Debêntures de Infraestrutura tem um carregio bruto de IPCA+6.7%, com *duration* próximo ao seu *benchmark*.

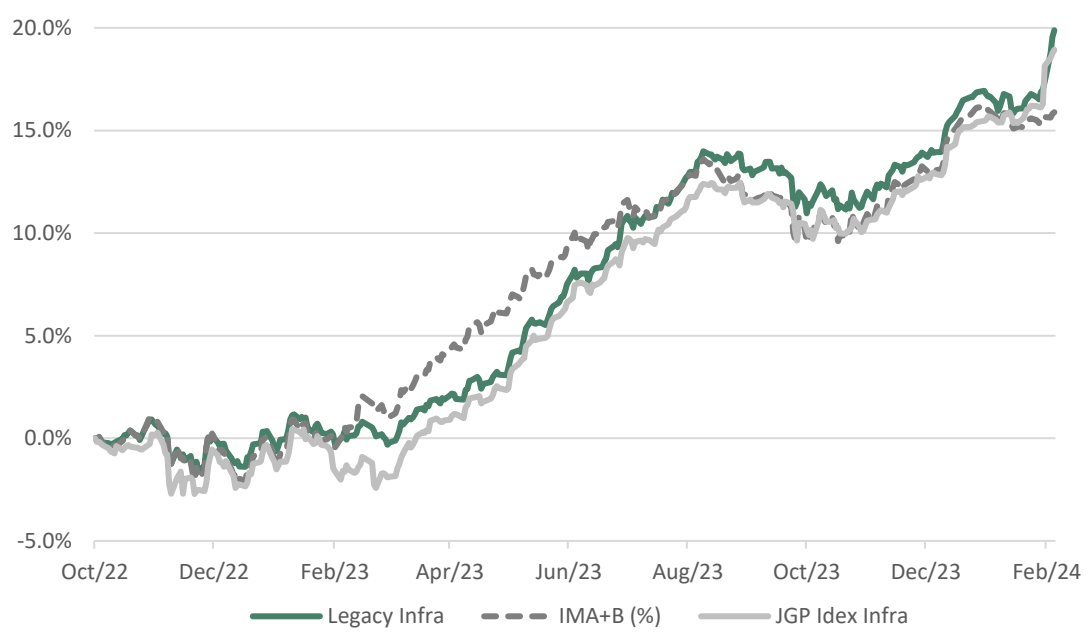
Vale mencionar que, diferentemente dos Fundos Imobiliários (que tributam ganhos de capital), os fundos enquadrados à lei 12.431 não tem incidência de IR nem sobre carregio nem sobre ganhos de capital.

Se fizermos o *gross-up* para comparar a rentabilidade do Fundo no ano de 2023 com o de fundos tributados com 15% de IR, chegaríamos a uma rentabilidade comparável de 19.5% do Fundo Legacy debentures de Infra.

Tabela 3: Rentabilidade por ano do Fundo Legacy debêntures de Infra

	Legacy Infra	IMA-B	JGP Idex Infra
2022	0,4%	0,1%	-0,3%
2023	16,4%	16,1%	15,8%
2024	2,4%	-0,1%	3,0%
Acumulado	19,6%	16,1%	18,9%

Gráfico 18: Cota do fundo LEGACY Infraestrutura (Isento de IR) versus *Benchmarks*



Fontes: ANBIMA e Legacy Capital



LEGACY CAPITAL CREDIT FIC FIM CP

Objetivo do Fundo

Proporcionar aos cotistas a valorização de suas cotas por meio da aplicação dos recursos em ativos financeiros e/ou modalidades operacionais disponíveis nos mercados de renda fixa, renda variável, cambial, derivativos e cotas de fundos de investimento, negociados nos mercados interno e externo, com a possibilidade de envolvimento em diversos fatores de risco, mas com foco na alocação, direta ou indireta, no mercado de renda fixa crédito privado. A política de investimento do Fundo consiste em aplicar no mínimo 95% de seus recursos no LEGACY CAPITAL CREDIT MASTER FIM CRÉDITO PRIVADO (CNPJ: 39.487.617/0001-19).

Público Alvo

O Fundo é destinado a receber aplicações de investidores classificados como público em geral e/ou fundos de investimento ou fundos de investimentos em cotas de fundos de investimentos.

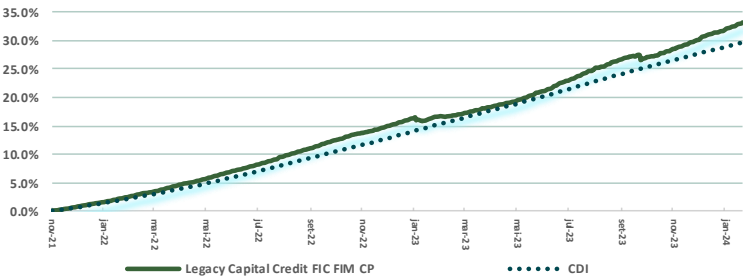
Rentabilidade do fundo ¹

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	12 m	Acumulado
2024	Fundo	1,35%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,35%	14,40%	33,04%
	% CDI	140%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	140%	112%	111%

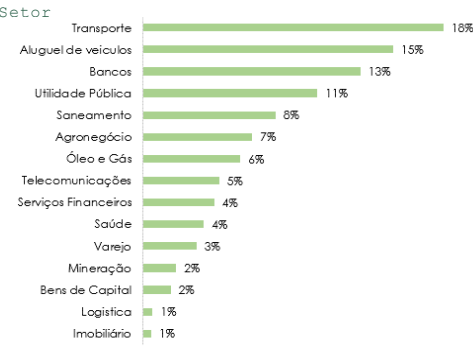
¹ Rentabilidade mensalcada com base na cota do último dia útil mês, líquida de administração e performance bruta de taxa de saída e in postos.

Rentabilidade Acumulada

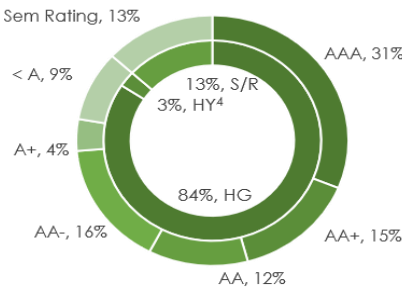
Ano	Fundo	% CDI	Acumulado
2021	1,31%	111%	1,31%
2022	14,33%	116%	15,82%
2023	13,34%	102%	31,26%
2024	1,35%	140%	33,04%



Composição da Carteira



Rating



Legenda
HY - High Yield
HG - High Grade
S/R - Sem Rating

⁴ Foram considerados HY ativos com rating abaixo de BBB-.

Indicadores

PL do fundo ²	R\$ 330,351,562.96	Meses Positivos	27
PL Médio (12 meses)	R\$ 188,540,623.08	Meses Negativos	0
PL do Fundo Master	R\$ 504,777,989.75	Duration	3.07 anos
Retorno Médio Mensal ⁴	1.06%	Volatilidade Anualizada	0.75%

² Valores do fechamento de 31/01/2024

³ Média aritmética da soma do PL apurado no último dia útil de cada mês, nos 12 (doze) meses anteriores.

⁴ Desde o início do fundo

Informações Gerais

CNPJ	39.511.032/0001-97	Taxa de administração ⁵	0.65% a.a.
Data de Início	09/11/2021	Taxa de performance	20% do que exceder 100% do CDI
Classificação Anbima	Multimercados Estratégia Específica	Horário limite de movimentação	16h00
Cota	Fechamento	Investimento inicial mínimo	R\$ 1,000.00
Benchmark	CDI	Movimentação adicional mínima	R\$ 1,000.00
Tributação	Longo Prazo	Saldo mínimo de Permanência	R\$ 1,000.00
Gestão	Legacy Capital Gestora de Recursos Ltda	Cotização de aplicação	1 du após a solicitação
Administração	Santander Caceis Brasil DTVM SA	Cotização de resgate	45 dc após a solicitação
Auditoria	Ernst & Young Global Limited	Liquidação de resgate	1 du após a cotização

⁵ Com putando-se eventuais investimentos em outros fundos, a taxa de administração poderá atingir no máximo 2,50% a.a. sobre o PL do Fundo.

A Legacy Capital não emite nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não se caracterizam e nem devem ser entendidas como uma promessa ou um compromisso da Legacy Capital. A Legacy Capital não se responsabiliza por decisões do investidor, nem por ato ou fato de profissionais especializados e consultados. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, gestora, carteira ou qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito - FGC. Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, o regulamento, o anexo - classe e o apêndice subclasse, conforme o caso, antes de investir. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de in postos. Este fundo pode utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Para mais informações, visite o site da Gestora ou do Administrador. Administrador: S3 CACEIS BRASIL DTVM S.A. (CNPJ nº 62.318.407/0001-19). Endereço: Rua Amador Bueno, 474, 1º andar, Bloco D, São Paulo/SP, CEP 04752-005. www.s3dtvm.com.br. SAC: sac_faleconosco@s3caceis.com.br ou 4004-4412. Ouvidoria: sac_ouvidoria@s3caceis.com.br ou 0800-723-5076.





LEGACY CAPITAL FIC FII DEB INFRA RF CP

Objetivo do Fundo

Proporcionar aos cotistas a valorização de suas cotas por meio da aplicação dos recursos em debêntures e outros ativos de infraestrutura que atendam aos requisitos de isenção estabelecidos na Lei nº 12.431/2011, baseado em cenários macroeconômicos de médio e longo prazos. A política de investimentos do Fundo consiste em aplicar, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido em cotas do LEGACY CAPITAL MASTER FUNDO INCENTIVADO DE INVESTIMENTO EM DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA RENDA FIXA CRÉDITO PRIVADO (CNPJ: 47.698.578/0001-27).

Público Alvo

O Fundo, a critério do ADMINISTRADOR, receberá recursos exclusivamente de pessoas físicas que sejam investidores qualificados, clientes do ADMINISTRADOR, do GESTOR ou de empresas direta ou indiretamente a eles ligadas.

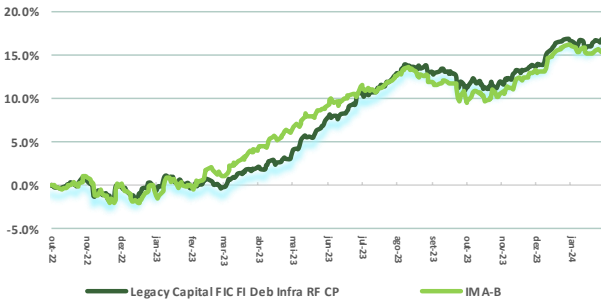
Rentabilidade do fundo ¹

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	12 m	Acumulado
2024	Fundo	0.02%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.02%	16.56%	16.88%
	vs. M A-B	0.47%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.47%	0.88%	1.11%

¹ Rentabilidade mensal calculada com base na cota do último dia útil mês, líquida de administração e performance e bruta de taxa de saída e impostos.

Rentabilidade Acumulada (desde o início)

Ano	Fundo	vs. M A-B	Acumulado
2022	0.36%	0.30%	0.36%
2023	16.44%	0.33%	16.85%
2024	0.02%	0.47%	16.88%

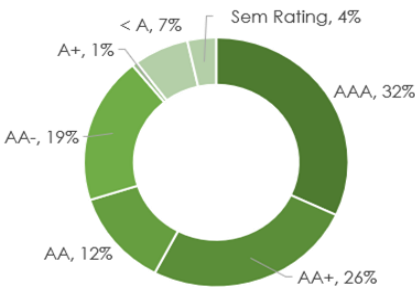


Composição da Carteira

Setor



Rating



Indicadores

PL do fundo ²	R\$ 66,535,472.04	Meses Positivos	11
PL Médio (12 mese):R\$	29,140,950.62	Meses Negativos	5
PL do Fundo Maste:R\$	66,579,321.71	Duration	6.48 anos
Retorno Médio Mensal ¹	0.99%	Volatilidade Anualizada	4.15%

¹Valores do fechamento de 31/01/2024

²Média aritmética da soma do PL apurado no último dia útil de cada mês, nos 12 (doze) meses anteriores.

³Desde o início do fundo

Informações Gerais

CNPJ	47.699.049/0001-48	Taxa de administração ⁵	1.00% a.a.
Data de Início	03/10/2022	Taxa de performance	Não há
Classificação Anb:Renda Fixa Duração Livre Crédito		Horário limite de movimen	15h00
Cota	Fechamento	Investimento inicial mini	R\$ 100.00
Benchmark	CDI	Movimentação adicional mi	R\$ 100.00
Tributação	Longo Prazo	Saldo mínimo de Permanênc	R\$ 100.00
Gestão	Legacy Capital Gestora de Recursos	Cotização de aplicação	1 du após a solicitação
Administração	Intrag DTVM Ltda	Cotização de resgate	120 dc após a solicitação
Auditoria	PricewaterhouseCoopers Brasil Ltda	Liquidação de resgate	1 du após a cotização

⁵ Comutando-se eventuais investimentos em outros fundos, a taxa de administração poderá atingir no máximo 2,50% a.a. sobre o PL do Fundo.

A Legacy Capital não se responsabiliza nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não caracterizam e nem devem ser entendidas como uma promessa ou um compromisso da Legacy Capital. A Legacy Capital não se responsabiliza por decisões de investimento, nem por ato ou fato de profissionais especializados ou por consultados. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, gestor da carteira ou qualquer emissor de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito - FGC. Leia a linha de informações essenciais, se houver, o regulamento, o anexo - classe e o apêndice subclasse, conforme o caso, antes de investir. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Este fundo pode utilizar estratégias com derivativos com o parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Para mais informações, visite o site da Gestora ou do Administrador. Administrador: Intrag Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (CNPJ: 62.418.140/0001-31) / Avenida Brigadeiro Faria Lima, 3.500, 04º andar, Itaim Bibi, São Paulo, Brasil, CEP 04.538-132. Telefone: (11) 3072-6109. Ouvidoria: Em adit@intrag.com.br ou @au-unibanco.com.br - www.intrag.com.br - SAC: 0800 570 0011 - Defici@entausd@intrag.com.br ou fale:0800 722 1722



As informações contidas nesse material são de caráter exclusivamente informativo e não deve ser entendidas como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativos. Leia o Formulário de Informações Complementares, a Lâmina de informações essenciais e o Regulamento do Fundo antes de investir. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito – FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que o fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo.

Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo, taxas de administração e performance e público alvo, consulte a lâmina e o regulamento do fundo. Verifique a data de início das atividades do fundo. Verifique se o fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Verifique se o fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Verifique se o fundo investe em crédito privado. O fundo pode estar sujeito a risco de perda substancial do patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes da sua carteira. O fundo apresentado pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, variação cambial e outros riscos não mencionados neste material. O investimento em determinados ativos financeiros pode sujeitar o investidor a significativas perdas patrimoniais. Para a avaliação da performance de um fundo de investimentos, é recomendável a análise de no mínimo 12 (doze) meses.

Ao investidor cabe a responsabilidade de informar-se sobre eventuais riscos previamente à tomada de decisão sobre investimentos. Este material não deve substituir o julgamento independente dos investidores. Todas as opiniões e estimativas são elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que a publicação é editada. Nenhuma informação ou opinião deve ser interpretada ou tem intenção de ser uma oferta de compra ou de venda dos ativos mencionados. A Legacy Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou pelo uso das informações contidas neste material. As informações, conclusões e análises apresentadas podem sofrer alteração a qualquer momento e sem aviso prévio.

A Legacy Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. A distribuição dos nossos produtos é realizada através de parceiros autorizados, integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes da sua decisão sobre produtos, serviços e investimentos.