

Crédito Privado

# Riza Évora

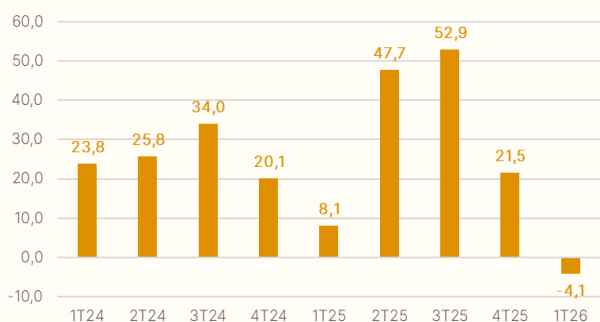
Riza Asset Management



## Panorama

Os anos de 2024 e 2025 foram marcados por uma expansão relevante da indústria de fundos de infraestrutura, que registrou uma captação líquida de R\$ 233,9 bilhões, com destaque para a forte concentração de captação ao longo do segundo e terceiro trimestres do último ano.

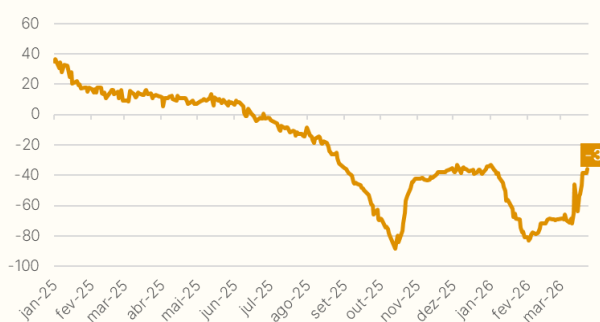
### CAPTAÇÃO LÍQUIDA DOS FI-INFRA (R\$ Bn)



Fonte: ANBIMA.

Esse ambiente de forte entrada de recursos teve como principal consequência a sustentação de um fluxo comprador que levou à compressão dos *spreads*. Cabe destacar, contudo, que o último trimestre de 2025 foi marcado por um movimento de reabertura dos *spreads*, refletindo um ajuste técnico após um período prolongado de compressão.

### DEBÊNTURES AAA – SPREAD OVER NTN-Bs



Fonte: Bradesco BBI Research

Após o movimento de abertura observado no último trimestre de 2025, o mercado iniciou 2026 com uma forte reversão, marcada por uma compressão relevante dos *spreads* já no mês de janeiro. Esse movimento refletiu, em grande medida, uma antecipação do fluxo comprador por parte dos investidores, diante da combinação de fatores técnicos que indicavam um suporte relevante para os preços no curto prazo.

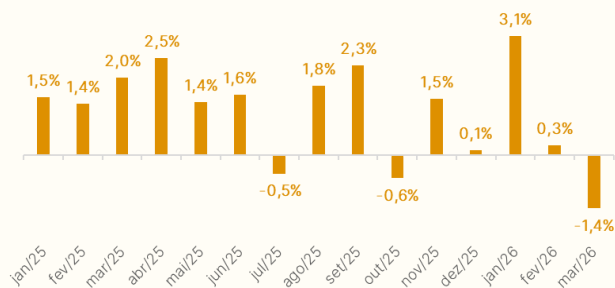
Em primeiro lugar, a própria dinâmica regulatória dos fundos de infraestrutura continuou exercendo papel central, uma vez que os gestores precisam cumprir os requisitos de enquadramento mínimo em ativos incentivados para manutenção do benefício

tributário. Nesse contexto, estudos de *research* do *sell-side* apontavam para uma demanda potencial da ordem de R\$ 116 bilhões até o final de 2026, sendo aproximadamente R\$ 60 a R\$ 65 bilhões concentrados no primeiro semestre, o que reforçava a percepção de um suporte técnico relevante para os preços no curto prazo.

Além disso, o período foi marcado por uma injeção pontual de liquidez no sistema. De um lado, houve um aumento relevante na distribuição de dividendos por companhias abertas, em antecipação às mudanças trazidas pela reforma tributária, que passou a prever a tributação desses rendimentos. De outro, eventos extraordinários, como a liquidação antecipada de CDBs de instituições sob intervenção do FGC, ampliaram ainda mais a disponibilidade de recursos para os investidores.

Outro elemento relevante foi o desempenho recente da classe, que a posicionava como destino provável para parte dessa liquidez adicional dos investidores. Na janela de 12 meses entre janeiro de 2025 e janeiro de 2026, o índice IDA-IPCA Infraestrutura apresentou retorno de 17,65%, superando o CDI no mesmo período, de 14,49%. Esse aspecto reforçou o ímpeto comprador dos gestores diante da expectativa de compressão adicional dos *spreads* no curto prazo.

### PERFORMANCE MENSAL - IDA IPCA INFRAESTRUTURA (%)

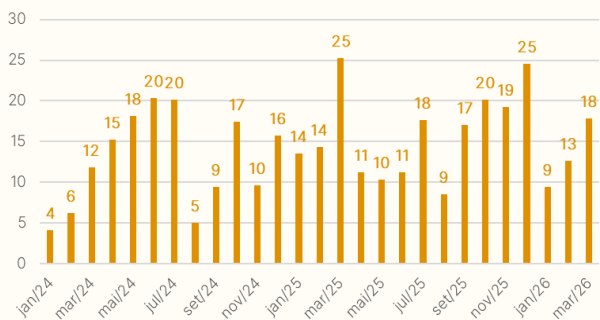


Fonte: ANBIMA & CVM.

Por fim, a expectativa inicial de um *pipeline* mais restrito de emissões primárias reforçou a disputa por ativos no mercado secundário. Esse cenário refletia, em parte, o fato de que diversas companhias relevantes já haviam realizado operações de *liability management* ao longo de 2024 e 2025, aproveitando o ambiente favorável de mercado para alongar prazos e reduzir custos de financiamento, o que reduziu a necessidade marginal de novas captações no curto prazo. A percepção de escassez de oferta, combinada com o volume elevado de recursos disponíveis para alocação, resultou em uma corrida por papéis já existentes,

levando os spreads a níveis próximos aos observados em outubro de 2025, quando o mercado atingiu seus patamares historicamente mais comprimidos.

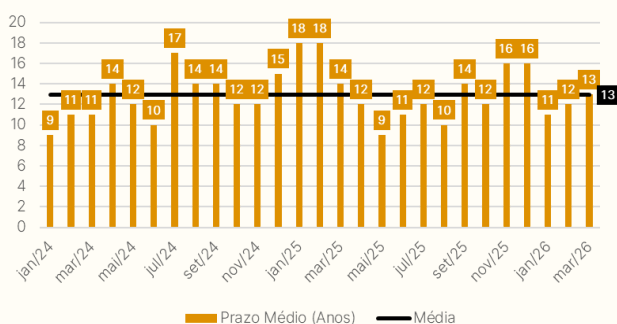
## EMISSIONES DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS (R\$ Bn)



Fonte: CVM.

De fato, o mês de janeiro foi marcado por um volume reduzido de emissões no mercado primário, configurando-se como o segundo mês mais fraco dos últimos 12 meses. Esse cenário reforçou a percepção de escassez de ativos no curto prazo e intensificou a disputa por papéis no mercado secundário. Ao mesmo tempo, o ambiente de taxas comprimidas passou a incentivar o acesso das companhias ao mercado de capitais, uma vez que, após operações de *swap* para CDI+, o custo final de financiamento se mostrava inferior ao próprio CDI, aliado à possibilidade de alongamento relevante de prazo, com vencimentos médios ao redor de 13 anos nas emissões realizadas em 2025.

## DEBÊNTURES INCENTIVADAS - PRAZO MÉDIO (Anos)



Fonte: CVM.

Nesse contexto, os meses subsequentes apresentaram uma retomada mais forte das emissões. Em fevereiro e março, o volume médio emitido foi de aproximadamente R\$ 15,5 bilhões, levemente acima da média dos 12 meses anteriores, que já haviam sido um período recorde para a indústria. No entanto, esse aumento de oferta veio acompanhado de uma deterioração na qualidade das condições de mercado: os bancos estruturadores passaram a liderar operações em níveis de *spread* ainda mais comprimidos, mandatando novas operações a patamares próximos de 100 *bps* abaixo da NTN-B de referência, e acabaram encontrando baixa

absorção por parte dos investidores. Como consequência, as tesourarias das instituições financeiras passaram a reter uma parcela relevante dessas emissões em seus balanços, via compromissos de garantia firme.

Paralelamente, eventos idiossincráticos relevantes contribuíram para a piora do ambiente de crédito. Destacamos, em março, o pedido de recuperação extrajudicial da Raízen, empresa com elevado nível de endividamento, da ordem de R\$ 70 bilhões, e exposição relevante ao mercado de capitais, com aproximadamente R\$ 11 bilhões em debêntures e CRAs, sendo estes últimos amplamente distribuídos entre investidores pessoa física. Adicionalmente, o atraso na divulgação das demonstrações financeiras da Aegea, um dos principais emissores do mercado de capitais, com mais de R\$ 45 bilhões em instrumentos no mercado, gerou desconforto adicional entre os investidores.

A combinação desses fatores: (i) maior volume de emissões primárias com baixa absorção por conta dos níveis comprimidos dos *spreads*, (ii) aumento do risco idiossincrático em determinados ativos e (iii) incerteza quanto ao timing de eventual fluxo vendedor por parte das tesourarias, resultou em uma deterioração do ambiente técnico no mercado secundário. A liquidez compradora se reduziu de forma relevante e, assim como observamos uma compressão acelerada dos *spreads* no início do ano, vimos o fenômeno contrário ocorrer com uma reabertura igualmente rápida ao longo do trimestre.

Esse movimento trouxe maior volatilidade para as cotas dos fundos de infraestrutura, e no mês de março, o IDA IPCA Infraestrutura registrou uma rentabilidade negativa de 1,4%. Parte relevante dos investidores, que havia experimentado apenas o ciclo de compressão de *spreads* e retornos positivos, passou a enfrentar um cenário de marcação a mercado adversa, o que se traduziu em pedidos de resgate. Como consequência, o primeiro trimestre de 2026 marcou a primeira saída líquida de recursos da indústria desde 2024.

## RESULTADOS

### RETORNOS

Em janeiro, fevereiro e março, o fundo apresentou resultados de +2,58%, +1,16% e -0,44%, respectivamente, acumulando no ano +3,31%, equivalente a 97,20% do CDI. Desde o início, o fundo acumula rentabilidade de 48,48% versus 48,09% do CDI, com isenção de imposto de renda sobre a rentabilidade para investidores pessoas físicas.

## PORTFÓLIO

### POSICIONAMENTO ATUAL

Encerramos o trimestre com 93,0% do patrimônio líquido alocado, distribuído em um portfólio de 80 ativos em 61 emissores (+3 emissores em relação ao trimestre anterior). A carteira apresenta carregos bruto de CDI + 0,65% ao ano e prazo médio de 4,8 anos.

Diferentemente do trimestre anterior, adotamos uma postura mais conservadora no mercado primário e optamos por não participar de novas emissões. Em nossa avaliação, os níveis de taxa observados ao longo do período não ofereciam uma relação risco-retorno adequada, especialmente diante da compressão relevante dos *spreads* e da menor assimetria nos ativos ofertados.

De forma geral, mantivemos o portfólio bastante semelhante ao trimestre anterior e reduzimos a atividade no mercado secundário, priorizando a preservação de carregos e uma postura mais seletiva nas decisões de alocação.

Uma operação que merece destaque no período foi o aumento de exposição na debênture da Desktop. Já tínhamos uma visão construtiva sobre o risco de crédito do emissor e entendíamos que o ativo negociava em níveis atrativos. Ao longo do trimestre, passamos a enxergar uma assimetria adicional com a potencial aquisição da companhia por uma das principais operadoras do setor, a Claro. Diante dessa tese, elevamos a posição para o limite máximo permitido e mantivemos essa exposição ao longo do período.

Em março, a Claro anunciou a aquisição da Desktop por um *Enterprise Value* (EV) de aproximadamente R\$ 4 bilhões, evento que se refletiu rapidamente na precificação do ativo no mercado secundário. Observamos uma convergência do *spread* da Desktop para níveis próximos aos da Claro, com fechamento da ordem de 75 *bps*, o que resultou em um ganho aproximado de 0,20% para o fundo.

Outra movimentação relevante foi a zeragem da nossa exposição ao emissor Águas do Rio, ainda no trimestre anterior, quando o ativo negociava em níveis próximos a 15 *bps* abaixo da NTN-B de referência. Posteriormente, com o adiamento da divulgação das demonstrações financeiras da Aegea, observamos uma deterioração relevante na percepção de risco do mercado em relação ao crédito, que se intensificou após a publicação dos resultados, evidenciando uma piora nos fundamentos da companhia.

Como consequência, os *spreads* do emissor se abriram de forma significativa, passando a negociar atualmente em torno de NTN-B + 400 *bps* no mercado secundário. Dessa forma, a decisão de zerar a posição antecipadamente se mostrou acertada, permitindo

a preservação de capital em um cenário de deterioração relevante do crédito.

### PERSPECTIVAS

A recente abertura dos *spreads* no mercado trouxe maior volatilidade para os fundos e atuou como detrator de performance no curto prazo. Esse movimento já começa a se refletir nos fluxos da indústria, com uma saída líquida de aproximadamente R\$ 4,1 bilhões no período. Para os próximos meses, acreditamos que o mercado ainda deve apresentar volatilidade nos níveis de *spread*, diante da incerteza em relação à magnitude dos resgates por parte dos investidores e ao comportamento das tesourarias, especialmente no que diz respeito ao eventual fluxo vendedor proveniente das posições carregadas em balanço. Nesse contexto, é esperado que os bancos originadores (DCMs) adotem uma postura mais cautelosa, aguardando uma normalização das condições de mercado antes de retomar com maior intensidade a originação de novas emissões.

Por outro lado, sob uma perspectiva mais ampla, entendemos que o ponto de entrada atual é mais atrativo do que aquele observado ao longo de 2025. A combinação de juros reais mais elevados e *spreads* de crédito mais abertos resulta em um nível de carregos mais interessante para a classe. Para o investidor que já enxergava valor nos fundos de infraestrutura, o cenário atual oferece uma assimetria ainda mais favorável, ainda que acompanhado de maior volatilidade, que é inerente ao processo de ajuste de preços.

#### NTN-B 2030 (YIELD %)



Fonte: Bloomberg.

Adicionalmente, apesar da incerteza quanto ao ritmo de cortes da Selic, seguimos com a visão de que o juro real corrente tende a convergir para níveis mais baixos ao longo do ciclo, potencialmente em torno de 8% a.a., considerando uma Selic terminal próxima a 12% a.a. Esse movimento deve incentivar uma maior alocação em ativos de maior *duration*, como NTN-Bs e debêntures incentivadas, à medida que investidores buscam capturar o prêmio elevado antes de sua compressão.

Em um ambiente de queda de juros, é natural observar um aumento da demanda por ativos prefixados e indexados à inflação, o que tende a promover a compressão dos prêmios de risco da curva real e, conseqüentemente, a valorização desses instrumentos. Nesse contexto, entendemos que, dentro da classe, os fundos que apresentam maior assimetria são aqueles com flexibilidade para assumir exposição à variação das NTN-Bs.

Dessa forma, mantemos o fundo posicionado sem hedge à oscilação das NTN-Bs, refletindo nossa convicção de que os níveis atuais de prêmio de risco são atrativos e de que o avanço do ciclo de cortes deve resultar em valorização gradual dos ativos indexados à inflação ao longo do tempo.

Segue abaixo a quebra de alocação entre as estratégias no portfólio no fim deste trimestre.

<b>Estratégias</b>	<b>jan/26</b>	<b>fev/26</b>	<b>mar/26</b>
Caixa	7,20%	3,80%	7,00%
High Grade	66,00%	68,70%	65,10%
High Yield	21,30%	21,80%	22,20%
Estruturado	5,50%	5,70%	5,70%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>



## Disclaimer

Este conteúdo tem propósito exclusivamente informativo e se baseia em dados estatísticos, metodologias probabilísticas, fatos concretos do mercado financeiro e em resultados financeiros apurados. Em nenhum momento, o conteúdo desta mensagem representa opiniões pessoais ou recomendações de investimento financeiro de qualquer natureza. Não se configuram, portanto, como ideias, opiniões, pensamentos ou qualquer forma de posicionamento por parte Riza Asset e o Administrador. É terminantemente proibida a utilização, acesso, cópia ou divulgação não autorizada das informações presentes neste conteúdo. O investimento em ações é um investimento de risco. Na realização de operações com derivativos existe a possibilidade de perdas superiores aos valores investidos, podendo resultar em significativas perdas patrimoniais. Para avaliação da performance de um fundo de investimentos é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Todas as informações sobre os produtos, bem como o regulamento e o prospecto e regulamento aqui listados, podem ser obtidas com seu agente de investimentos, em nosso site na internet ou no site do referido gestor. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor – FGC. A taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo que a política do FUNDO admite despendar em razão das taxas de administração dos fundos de investimento investidos. Os fundos de ações e multimercados com renda variável /sem renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os fundos de crédito privado estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. Os fundos de cotas aplicam em fundos de investimento que utilizam 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. Os fundos de renda fixa estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. Para informações e dúvidas, favor contatar seu agente de investimentos. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos e taxas de saída e performance. As informações publicadas não levam em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expressos em uma moeda que não a do investidor, qualquer alteração na taxa de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade. A Riza Asset e o Administrador não se responsabilizam por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização dessa plataforma. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao valor total do capital investido.

### Nome do Fundo

RIZA EVORA DEBENTURES INCENTIVADAS JUROS ATIVOS FI EM COTAS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM RENDA FIXA CP

### CNPJ

48.969.198/0001-42

### Administradora

BTG Pactual Serviços Financeiros

<https://www.btgpactual.com/asset-management/administracao-fiduciaria>

