

Polo High Yield I FIC FIM

Polo Crédito Corporativo FIRF



Junho de 2019

Polo High Yield I FIC FIM

Revisão do 2º trimestre

O fundo teve desempenho de 1.68% no segundo trimestre de 2019. O portfólio auferiu bons resultados em debêntures e risk arb, no entanto o segmento de *bonds* teve alguns destaques negativos.

Posicionamento

O fundo vem rodando com exposição líquida de 55-60% do PL. Trata-se da resultante de 2 vetores:

- 1) Condições macro favoráveis para crédito, tanto no mercado internacional como no doméstico, e
- 2) Spreads de crédito apertados no mercado internacional e , em alguns casos, muito apertados no mercado doméstico.

As condições macro são benignas para crédito. O Fed deve iniciar um ciclo de afrouxamento monetário e, no Brasil, há espaço para cortes de juros após o trâmite definitivo da reforma da previdência. Além disso, há uma escassez de papéis Latam pois muitas empresas resgataram seus bonds e contraíram dívidas de outras fontes, de maneira que alocadores com mandatos inflexíveis no tocante a exposição tornam-se price-takers, limitando o downside.

No Brasil, a dinâmica de juros baixos (e provavelmente cadentes) gerou um movimento intenso de busca por yield. Há uma demanda bastante aquecida por emissões de renda fixa, seja por meio de investidores diretos ou fundos de crédito. As fundações, por sua vez, precisam perseguir maiores retornos pois os títulos públicos têm hoje um rendimento bastante inferior às suas metas atuariais. O resultado tem sido bastante benéfico para as companhias mais conhecidas, que conseguem acessar um público maior de investidores e colocar seus papéis a taxas bem baixas.

Há alguns sinais de que as taxas são muito baixas. Por exemplo – Petrobrás conseguiu emitir uma debênture a 106.75% do CDI com prazo de 7 anos. Trata-se de aproximadamente CDI+ 0,4% para uma empresa estatal , sujeita a discussões políticas (exemplo: preço do diesel) e que pode ter sua gestão interrompida pela eleição de 2022. Em termos absolutos , é um spread de crédito muito baixo. Os bonds confirmam isso – na ocasião desta colocação, o bond de Petrobrás de duration similar ao da debênture negociava a aproximadamente CDI+2.5%, já considerando o hedge cambial. Ou seja, o público brasileiro parece ter um apetite ainda maior que o investidor internacional.

O fundo tem uma banda proposta de exposição líquida de 40% a 100% do PL. Considerando os dois vetores acima e as oportunidades de alfa que identificamos, entendemos que rodar o fundo um pouco abaixo da banda média é razoável, visto que o carregamento da carteira (graças a oportunidades de alfa que temos no portfólio) é interessante mesmo com o caixa resultante; ao passo que o fundo retém liquidez para aumentar posições se houver correções pontuais em nomes de que gostamos.

Polo High Yield I FIC FIM

Polo Crédito Corporativo FIRF



Junho de 2019

PDVSA

O fundo detém exposição de ~2% do PL em bonds de PDVSA, a estatal petroleira da Venezuela. A equipe de gestão entende a exposição de 2% como uma opcionalidade com theta zero (ou seja, nunca expira), e que será brevemente discutida abaixo.

O “balanço patrimonial” da economia venezuelana tem ativos da ordem de 301bi de barris de reserva provada de petróleo, ao preço de 60usd cada, teríamos aproximadamente USD18tri de ativo e passivos da ordem de USD 150 milhões, incluindo bonds soberanos, PDVSA, ELECAR, além de uma estimativa de saldo devedor com China e Rússia. Ou seja, trata-se de um balanço solvente. Ocorre que há uma crise de liquidez gerada pelo regime Chavista, e que se agravou substancialmente nos últimos anos.

Mais recentemente, em 2019, houve o recrudescimento da crise política e uma maior incerteza sobre a continuidade do regime. Inclusive, o opositor Juan Guaidó assumiu controle de alguns ativos fora da Venezuela, mas Maduro segue comandando as forças armadas e os ativos “on the ground” (incluindo as reservas de petróleo).

Entendemos que (i) o upside nos papéis de PDVSA independe da mudança de regime, e (ii) será necessária uma reestruturação com um haircut substancial sobre o saldo atual (par mais juros não pagos) e que deverá envolver uma cessão aos credores do resultado da exploração de petróleo.

O upside provavelmente será maior se houver uma ruptura ou transição de regime. Mas mesmo com a permanência de Maduro, uma vez que haja mais definição sobre este tema, será necessária a reestruturação da dívida com os credores, vez que o país precisa de funding para recompor a indústria de petróleo e fazer a economia girar.

Em relação ao haircut, entendemos que já está mais do que precificado, visto que os papéis hoje negociam a 15c, sendo que o valor de face (incluindo juros não-pagos) é da ordem de 130c. Cabe lembrar que os EUA impuseram uma proibição de negociação desses títulos por US persons, de maneira que houve queda expressiva de liquidez. Hoje é possível operar os papéis, mas somente com corretoras e contrapartes que não estejam sujeitas à proibição. Com a queda de liquidez, os papéis vêm sendo eliminados dos índices de renda fixa Latam o que gera pressão vendedora num mercado ineficiente (por conta do trading ban). Resultado: os preços atuais parecem exageradamente descontados.

Cabe ressaltar que já se vê indícios de pressão dos credores americanos sobre o governo para que cesse a proibição, uma vez que isso prejudica investidores americanos e que a negociação no mercado secundário não enseja novos recursos para PDVSA ou Venezuela, de forma que isso não beneficia diretamente o regime de Maduro.

A equipe de gestão entende que (i) a posição está dimensionada adequadamente para a banda de volatilidade do fundo, (ii) o upside é substancialmente superior ao downside, (iii) há uma esteira positiva de eventos possíveis, como cessação da proibição, desenrolar político e/ou tratativas para renegociação da dívida.

A carta do [Polo Macro do 1T 2019](#) também versou sobre o tema.

Polo High Yield I FIC FIM

Polo Crédito Corporativo FIRF



Junho de 2019

Polo Crédito Corporativo Advisory FIRF

Revisão do 2º trimestre

O fundo rendeu ao longo do 2º trimestre o equivalente a 115% do CDI. A gestão continua apostando numa estratégia de manter um percentual grande da carteira em ativos de baixo risco, composta basicamente por produtos bancários (LFs e CDBs), e a outra parte em créditos que apresentem taxas mais atrativas e que possuam uma assimetria positiva em carregá-los.

Posicionamento

O fundo tem mantido posição 95% investida, sendo que ~55% do PL está aplicado em papéis bancários (CDBs e LFTs).

Prosseguindo com a discussão de cenário que propusemos anteriormente, as companhias mais conhecidas têm logrado taxas de colocação muito fechadas, distorcendo a lógica de custo de capital de um mercado em velocidade de cruzeiro. Num cenário normal, os bancos deveriam ser as corporações com menor taxa de captação, para que a multiplicação da base monetária via concessão de empréstimos se verifique. Do momento que várias companhias conseguem funding a taxas mais baratas que diversos bancos, a situação representa um desequilíbrio. No limite, essas companhias poderiam levantar capital do público investidor e emprestar para os bancos, o que não faz sentido. Este argumento é simplificado, pois não trata de risco de crédito dos bancos e companhias, dentre outros fatores, mas serve para ilustrar alguns exageros que vemos no mercado atual.

Neste contexto, preferimos rodar o fundo com uma exposição relevante em produtos bancários com taxas que podem variar entre 104% e 130% do CDI, mas com duration majoritariamente inferior aos papéis corporativos que tem vindo a mercado. São papéis líquidos que, inclusive, num cenário de sell-off encontram um comprador natural na tesouraria ou fundos dos próprios emissores. Ou seja, tratamos esta alocação como liquidez que pode ser usada para comprar outras debêntures caso haja uma correção no mercado ou em nomes específicos.

O restante da carteira segue investido em operações que têm prêmio de taxa, seja por conta de complexidade, tamanho limitado, tipo de oferta, etc. São operações que, por alguma característica, não motivam ou não acessam o grande público investidor que tem causado a distorção de preços nas maiores ofertas.

Cabe ressaltar que o Polo Crédito Corporativo não tem exposição a PDVSA ou ao mercado internacional.

Agradecemos a confiança,

Polo Capital

Polo High Yield I FIC FIM

Junho de 2019

POLO
capital management

Objetivo de fundo: Obter retorno superior ao rendimento do CDI em períodos acima de 1 ano.

Público alvo: Investidores qualificados.

Categoria ANBIMA: Fundo Multimercados Multiestratégia

Taxa de Administração: 1,0% aa

Taxa de Performance: 20,0% do que exceder 100% de CDI, paga anualmente ou no resgate das cotas.

Conversão da cota no resgate: 30° dia corrido subsequente à solicitação.

Data de pagamento do resgate: 1° dia útil após a conversão das cotas.

Início do Fundo: 03 – Mar 2016

Gestor: Polo Capital Gestão de Recursos Ltda.

Av. Ataulfo de Paiva 204, 10°
Leblon – RJ

T. 5521.3205-9800
F. 5521.3205-9899

Administrador e Distribuidor:

BNY Mellon Serviços Financeiros
DTVM S/A

CNPJ:02.201.501/0001-61

Av. Presidente Wilson, 231, 11°
Centro, Rio de Janeiro – RJ 20030-
905

www.bnymellon.com.br/sf

Serviço de Atendimento ao Cliente
(SAC):

Fale conosco no endereço
<http://bnymellon.com.br/sf> ou no
telefone (21) 3974-4600

Ouvidoria: no endereço
www.bnymellon.com.br/sf ou

no telefone 0800 7253219 Centro
Rio de Janeiro - RJ

T.5521.3974-4600
F.5521.3974-4501

Revisão da Performance

	Cota	Mês	YTD	12 meses	24 meses	Desde o início	PL médio 12m ¹	PL último dia do mês
Polo High Yield	1.7990973	1.10%	5.72%	11.07%	19.76%	67.39%	79.91%	186.9 MM
Master								265.9 MM
CDI		0.47%	3.07%	6.32%	14.15%	28.84%	37.64%	
% CDI		234%	186%	175%	140%	234%	212%	

Performance Acumulada

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2016	-	-	5.32%	3.59%	3.34%	1.77%	3.84%	6.23%	0.07%	2.89%	0.16%	2.01%	33.13%
2017	4.11%	2.06%	1.86%	1.51%	1.37%	1.32%	1.41%	1.52%	0.89%	1.08%	0.49%	0.62%	19.78%
2018	0.99%	0.49%	0.59%	0.36%	-0.99%	0.13%	2.17%	-0.21%	1.13%	0.92%	0.45%	0.50%	6.72%
2019	2.43%	1.30%	0.21%	0.05%	0.52%	1.10%							5.72%

Desempenho do Fundo

Títulos (% do PL)	Mar 19	Contribuição Mensal (bps)
Caixa	-0.19%	0.6
CDB e Título Público Federal	29.54%	13.4
Arbitragem de Caixa	4.20%	12.4
Debêntures	24.10%	29.1
Bonds	40.24%	-33.5
Hedge	0.40%	-2.1
FIDC	2.34%	3.0
Custos	-0.64%	-4.6
Total	100%	21.0



LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR
RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE
RENTABILIDADE FUTURAFUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO
CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR,
DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO
GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC

A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E
TAXA DE SAÍDA

Junho de 2019

Objetivo de fundo: Obter retorno em ativos de renda fixa, admitindo-se estratégias com risco de juros ou de índice de preços.

Público alvo: Investidores em geral.

Categoria ANBIMA: Renda Fixa Duração Livre Crédito Livre

Taxa de Administração: 0,6 % aa

Taxa de Performance: 20,0% do que exceder 100% de CDI, paga anualmente ou no resgate das cotas.

Conversão da cota no resgate: 30° dia corrido subsequente à solicitação.

Data de pagamento do resgate: 1° dia útil após a conversão das cotas.

Início do Fundo: 22 – Out 2018

Gestor: Polo Capital Gestão de Recursos Ltda.

Av. Ataulfo de Paiva 204, 10°
Leblon – RJ

T. 5521.3205-9800
F. 5521.3205-9899

Administrador e Distribuidor:

BNY Mellon Serviços Financeiros
DTVM S/A

CNPJ:02.201.501/0001-61

Av. Presidente Wilson, 231, 11°
Centro, Rio de Janeiro – RJ 20030-905

www.bnymellon.com.br/sf

Serviço de Atendimento ao Cliente
(SAC):

Fale conosco no endereço
<http://bnymellon.com.br/sf> ou no
telefone (21) 3974-4600

Ouvidoria: no endereço
www.bnymellon.com.br/sf ou

no telefone 0800 7253219 Centro
Rio de Janeiro - RJ

T.5521.3974-4600
F.5521.3974-4501

Revisão da Performance

	Cota	Mês	YTD	12 meses	24 meses	Desde o início	PL médio 12m¹	PL último dia do mês
Polo Crédito Advisory	1.0503205	0.57%	3.60%	-	-	5.03%	58.3 MM	126.4 MM
CDI		0.47%	3.07%			4.27%		
% CDI		121%	117%	-	-	118%		

Performance Acumulada

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2018	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.21%	0.55%	0.61%	1.38%
2019	0.67%	0.56%	0.57%	0.58%	0.61%	0.57%							3.60%

Desempenho do Fundo

Títulos (% do PL)	Jun 19	Contribuição Mensal (bps)
Caixa	0.04%	0.0
CDB e Letra Financeira	61.73%	35.9
Crédito Corporativo	1.59%	0.9
LFT	4.98%	4.2
Debêntures	29.41%	22.0
FIDC	2.36%	2.1
Hedge	0.00%	-0.9
Custos	-0.11%	-7.7
Total	100%	56.7



LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC.

A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA DE SAÍDA.