

| | JUNHO | TRIMESTRE | 2020 | 12 MESES | 24 MESES | 36 MESES | INÍCIO |
|-------|-------|-----------|---------|----------|----------|----------|--------|
| FUNDO | 2.65% | -1.07% | -12.41% | -10.80% | -0.93% | 6.82% | 60.47% |
| %CDI | 1232% | n/a | n/a | n/a | n/a | 35% | 149% |

Comentário da Gestão

Como todos sabem, estamos vivendo um ambiente de taxa de juros de curto prazo baixíssimas, em níveis nunca experimentados pelo nosso mercado de capitais. Além disso, os riscos relativos ao Covid-19 terão impactos duradouros no balanço fiscal do país, bem como de virtualmente todas as economias do mundo. Algumas companhias terão um retorno mais rápido à normalidade do que outras, que terão que reorganizar suas operações e estruturas de custo para a nova realidade.

Nesse contexto, é razoável esperar que – nos próximos dois anos – muitos ativos financeiros terão um nível de volatilidade de preços maior do que aquele que vinham experimentando em 2018 e 2019. Embora os movimentos extremamente agudos de queda e recuperação observados em renda variável e renda fixa no período fevereiro-maio/2020 não devam ser interpretados como “novo normal”, o investidor deve se preparar para um novo cenário na relação volatilidade x retorno esperado.

No atual ambiente de juros e riscos, o investidor que dimensione sua carteira para manter o patamar de retornos esperados no mesmo nível de 2018 e 2019 automaticamente deverá tolerar maior volatilidade nas variações mensais. Da mesma forma, o investidor que desejar preservar o mesmo nível de volatilidade da carteira assumirá um retorno esperado menor. Esta observação deve valer para renda variável, renda fixa e grande parte dos produtos financeiros.

Revisão do 2º trimestre

Como relatamos na carta do 1º trimestre, o fundo entrou em 2020 com uma leitura otimista para o mercado de *bonds* Latam (link), o que se mostrou inadequado frente à crise do Covid e a correção de preços.

Durante o 2º trimestre, muitos papéis da carteira tiveram recuperação de preço, bem como fizemos alguns investimentos oportunos. Contudo, o fundo terminou o período com resultado de -1.07%, basicamente por dois fatores: volatilidade do USD e posição em Avianca.



(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito-FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: <https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/>

O dólar apresentou movimentos expressivos no 2º trimestre, com volatilidade ainda maior do que aquela observada no 1º trimestre. O fundo opera com trava de câmbio, se forma que a variação positiva ou negativa do dólar não impacta o resultado da cota. No entanto, movimentos expressivos da moeda alteram substancialmente o *sizing* das posições do fundo e, obviamente, sua exposição líquida total.

Como a moeda funcional do fundo é o real, uma posição em um determinado papel dimensionada para ser 4% do PL pode rapidamente aumentar de tamanho para 5% se o dólar avançar 25% sobre o real. Não há impacto na cota, pois temos ativo em dólar e posição vendida em contratos de dólar, mas o *sizing* é alterado.

O movimento de alta do dólar alterou passivamente o tamanho das posições individuais e da exposição agregada. Por questões de gestão de risco e de enquadramentos regulatórios, em alguns momentos nos vimos na posição de reduzir certos papéis que, de outra forma, manteríamos. Dessa forma, nossa captura do *upside*, principalmente em junho, foi diluída.

Estamos estudando maneiras de evitar que esse problema afete o resultado do fundo no futuro e compartilharemos com os clientes tão longo tenhamos novidades.

O caso de Avianca

Avianca (Colômbia) foi o primeiro default enfrentado pelo fundo. O portfólio detinha *bonds* com vencimento em maio de 2020, mas a companhia optou por não realizar o pagamento e concomitantemente solicitar o *Chapter 11* nos EUA. Esperamos alguma recuperabilidade nos *bonds* uma vez que a companhia tenha condições de apresentar um plano de reorganização, o que deve ocorrer apenas após alguma normalização de fluxo de aviação comercial, ou seja, mais para o fim do ano. No ínterim, na ausência de negócios no mercado secundário, a posição está marcada a zero.

Apesar de Avianca ter sido o pior investimento do fundo desde seu início, a análise que nos levou a deter a posição, mesmo em retrospecto, foi consistente. Não é possível afirmar, mas nossa opinião é de que esses *bonds* teriam recebido par se a crise do Covid tivesse acontecido um ou dois meses depois.

Já tínhamos tido envolvimento com os *bonds* de Avianca no início de 2019. Quando a holding do investidor German Efromovich violou *covenants* no empréstimo que havia contraído junto à United, o mercado penalizou os *bonds* de Avianca, embora essa dívida nada tivesse a ver com a empresa. Era uma dívida do acionista. Além disso, a violação dos *covenants* tinha sido registrada pela oscilação do preço das ações da companhia e não por qualquer deterioração da posição financeira da Avianca. Aproveitamos a oportunidade e compramos uma posição.



(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito-FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: <https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/>

Subsequentemente, a United Airlines (acionista da Avianca) cassou os direitos políticos de Efromovich, previsão que lhe cabia uma vez que o *covenant* havia sido violado. Houve troca na composição do conselho e um novo time de gestão foi instalado na companhia. Percebemos estas notícias como positivas.

Em julho de 2019, tivemos uma surpresa. A empresa propôs um *bond exchange* muito agressivo. Na nossa interpretação, caso os *bondholders* não aderissem, a companhia se colocaria numa situação muito frágil. Rapidamente, zeramos nossa posição para não incorrer nesse risco quase binário.

Após muitos adiamentos da data limite da oferta, a companhia conseguiu ultrapassar o limite de adesão que disparava um comprometimento de aporte de *equity* da United e da *Kingsland*. Além disso, a companhia subsequentemente captou um volume de recursos relevante num *bond* conversível adquirido por um fundo americano. No total, a companhia captou ~USD 700MM de dinheiro novo, rolou ~USD 480MM de dívida de curto prazo para 2023 e já vinha negociando extensões de prazos com outros credores (leasings, principalmente). A emissão de 2020 sobrou com ~USD 70MM de volume, referente aos *bondholders* que não aderiram à oferta ("*holdouts*" no jargão do mercado).

Em novembro de 2020 então nos deparamos com a seguinte oportunidade: *holdout bonds* de apenas ~USD 70MM de valor de face com vencimento em apenas 7 meses, com taxa de retorno anualizada de ~15% em reais, devidos por uma companhia que acabara de captar ~USD 700MM e rolar seus débitos. Parte da captação era oriunda dos principais acionistas, denotando um comprometimento com o suporte da companhia. Além disso, o management novo estava conseguindo aumentar o *yield* dos voos e havia um plano operacional mais crível do que anteriormente. A probabilidade de default, quando olhávamos para esse quadro, parecia muito remota.

O risco percebido desta proposição de investimento era a iliquidez. Uma emissão de USD 70MM com vencimento curto tende a ser ilíquida, e a iliquidez aumenta conforme o vencimento se aproxima. Assim, construímos uma posição de 3% do PL, preparados para carregar até o vencimento.

Durante esses 7 meses ocorreu a crise do Covid e a alta do dólar. A posição ficou maior que o esperado pelo efeito câmbio e o impacto do Covid levou a companhia a optar pelo *Chapter 11*. A negociação no secundário era virtualmente impraticável e a preços muito descontados (próximos do nível em que esperamos o *recovery* no *Chapter 11*). Essa infeliz combinação e eventos causou um impacto negativo na cota bem maior do que inicialmente supúnhamos no pior caso.

Posicionamento e Carteira Atual

A recuperação de alguns *bonds* de companhias brasileiras nos parece refletir algum otimismo. Normalmente, o comprador marginal desses papéis são investidores estrangeiros que, na maioria das vezes, têm flexibilidade de investir em Latam ou mesmo em emergentes em geral. Ou seja, não possuem alocação cativa em papéis brasileiros. Quando confrontamos a recuperação de preços e carregos atuais com os riscos *top-down* (crise institucional, covid, etc), preferimos construir um portfólio de *bonds* com os seguintes componentes: (i) bancos brasileiros e (ii) situações com razoável desconto do par.

No caso dos bancos, já detínhamos os perpétuos de Banco do Brasil, que mantivemos durante a crise. Aumentamos a exposição ao setor durante o 2º trimestre, investindo principalmente em Votorantim, Banrisul e Itaú. Essa alocação gerou bons resultados e já realizamos uma parte. Além do bom carregos que os papéis oferecem, o setor é razoavelmente imune às paralisações do Covid e goza de boa reputação perante investidores externos, o que deve reduzir a volatilidade no ambiente atual.

Por outro lado, buscamos situações com bons descontos sobre par e preferencialmente com prazos curtos de maturidade, de forma que receberemos par se nossa análise estiver correta. Já detínhamos a posição de IRSA 2020 que vencerá em julho e cujo risco foi substancialmente reduzido mediante recente captação da companhia no mercado local argentino. O preço deste papel teve apreciação no fim de junho mas ainda temos ~120bps de ganho a reconhecer na cota até o vencimento.

Outras situações em que nos envolvemos foram: Telecom Argentina (vencimento 2021), Transener (vencimento 2021), YPF (vencimento 2021), Alpha Holdings (vencimento 2022) e Edenor (vencimento 2022).

Finalmente, temos o *bond* de Andrade Gutierrez (vencimento 2024). Havíamos reduzido substancialmente a posição no início da crise e os preços ainda não recuperaram o nível onde vendemos. O *bond* conta com garantia de ações da CCR, ativo que julgamos de ótima qualidade. Contudo, com a queda da bolsa e a alta do dólar, a garantia que era superior ao valor da dívida deteriorou para atuais ~67% do valor de face. Com o papel negociando a ~72c, o mercado atribui valor de apenas ~15% do valor de face ao crédito quirografário da companhia. Entendemos que a companhia melhorou sensivelmente a qualidade de seu backlog mas ainda tem alguns desafios muito claros: crescer substancialmente carteira e receita, intensificar a gestão do risco cambial no passivo e continuar enxugando o custo fixo corporativo.

Entendemos que, no contexto atual, pagamos praticamente zero pelo crédito não coberto por CCR e temos um carregamento interessante (cupom 9.5%), o que embasa uma posição de ~3.5% do PL. Aumentos ou reduções da nossa posição dependerão do comportamento das ações de CCR e da trajetória dos resultados da AG. Nas condições atuais, vislumbramos um *upside* de preço para o nível de 80-85c, patamar em que o crédito quirografário estaria precificado a ~50% de face.

Na carteira local, os papéis que detemos foram remarcados para curvas mais “gordas” conforme movimento de mercado, embora não vislumbremos risco de perdas. Nossas principais posições são:

- **CEBD13** – As debêntures da Cia Energética de Brasília contam com garantia de cessão de parte da receita da companhia. O serviço de distribuição de energia elétrica é essencial e não sofre paralisação na pandemia, conferindo resiliência à receita e, conseqüentemente, ao fluxo que serve à dívida. Em outras palavras, capturamos parte do “*top line*” do DRE da companhia. Só há “risco de balanço” se as receitas cedidas forem insuficientes para servir a debênture, o que resta improvável vez que a margem de segurança na quantidade cedida é muito substancial. Esse papel está sendo carregado a ~CDI+5,5%.
- **Maestro Frotas (MSRO12 e MSRO13)** – A empresa atua no segmento de frotas corporativas e, portanto, foi bem menos afetada pela crise do que empresas do setor rente-a-car. Ainda assim, a atividade de venda de veículos e renovação de frota foi impactada durante o 2º trimestre e pode haver reprecificação do *deal* para acomodar *covenants*. Entendemos que o mercado já precificou esse efeito, pois os papéis estão carregados a ~CDI+6% e ~CDI+6,8%, ou seja ~150bps acima da curva. Estamos confortáveis com o crédito, a companhia deve manter o fluxo pecuniário sem alterações e pode haver algum ganho adicional por conta de repactuação. Recentemente, a empresa anunciou intenção de abrir o capital em bolsa, o que pode acarretar uma melhora de preços (fechamento de taxa) no mercado secundário.
- **CRED12** – CREDZ é uma operadora de cartões *private label*. A família controladora tem patrimônio relevante e notável tradição no setor de crédito pessoal, e figura como avalista do crédito. Além disso, antes da pandemia, os créditos cedidos tinham um valor de ~3x o saldo devedor da emissão. Mesmo que haja alguma incidência de inadimplência na carteira cedida, a margem de segurança é muito elevada e o *duration* é curto. O papel está sendo carregado a CDI+4%.

Aproveitamos a crise para comprar alguns ativos que julgamos de baixo risco a taxas atrativas. O melhor exemplo é o FIDC Listo Sênior. O FIDC tem fluxo de receitas de adquirência, sendo que, mesmo num ambiente retraído como aquele observado no início da pandemia, o fluxo percebido pelo FIDC era aproximadamente o dobro da PMT da cota sênior. Além disso, as cotas sêniores contam com subordinação superior a 20%, conferindo proteção adicional.



(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito-FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: <https://servicosfinancieiros.bnymellon.com/>

É importante observar que o FIDC não corre risco de crédito dos detentores de cartões, os créditos detidos pelo FIDC são contra instituições financeiras. Sendo assim, a correção desse papel permitiu ao Fundo investir em risco bancário com taxa de CDI+4% ou superior, bem acima da curva de CDI+2%.

Embora o resultado YTD seja decepcionante, manteremos a filosofia de investimento e gestão da carteira, nos preocupando em montar o melhor portfólio dentro do mandato do fundo e em consonância com as oportunidades oferecidas pelo mercado. Em outras palavras, não modificaremos nossos parâmetros de risco ou de análise de crédito para buscar uma recuperação rápida da cota. Entendemos que a carteira atual conta com uma boa composição de créditos, oferecendo bom carregamento e eventual ganho de capital em algumas situações.

Agradecemos a confiança,

Polo Capital

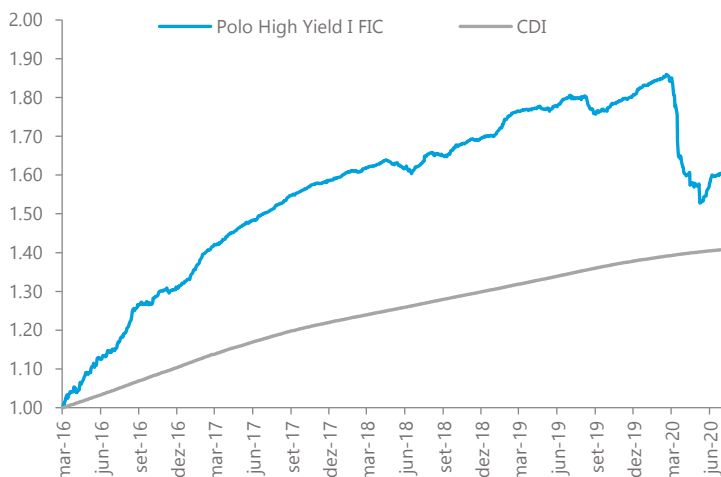


(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito-FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12(doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: <https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/>

Performance Acumulada

| | JUNHO | 2020 | 12 MESES | 24 MESES | 36 MESES | INÍCIO |
|-------|--------|---------|----------|----------|----------|--------|
| FUNDO | 2.65% | -12.41% | -10.80% | -0.93% | 6.82% | 60.47% |
| %CDI | 1,232% | n/a | n/a | n/a | 35% | 149% |

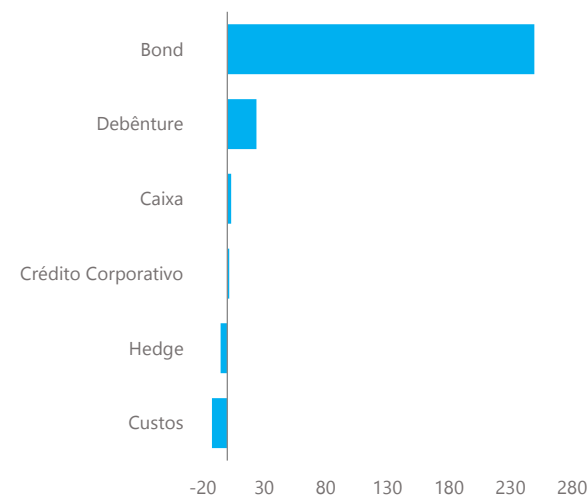
Retorno Acumulado



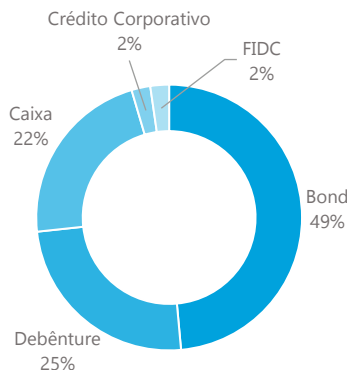
Cota e Patrimônio

| | COTA | PL MÉDIO (12M) | PL ÚLTIMO DIA DO MÊS |
|--------|-----------|----------------|----------------------|
| | 1.6047322 | 193.0MM | 103.8MM |
| Master | | 230.8MM | 130.2MM |

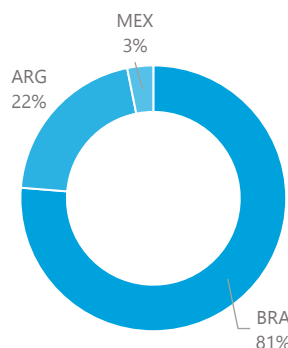
Contribuição por Estratégia



Composição por Estratégia



Composição por Região



Estratégia e Objetivo

A política de investimento consiste em aplicar os recursos, preferencialmente, em operações no mercado de crédito privado, tais como: Debêntures, Corporate Bonds, Notas Promissórias, Cédulas de Crédito Bancário (CCBs), Certificado de Cédulas de Crédito Bancário (CCCBs), Certifica de Depósito Bancário (CDBs), e outros títulos de dívida privada, subordinando-se aos requisitos de composição e diversificação estabelecidos pelas normas regulamentares em vigor, com o objetivo de buscar retornos superiores à variação das taxas do CDI no longo prazo.

Volatilidade (anualizada)

| Mês | Trimestre | Desde o início |
|-------|-----------|----------------|
| 3.25% | 8.68% | 4.26% |

Características Gerais

- **Público Alvo:** Investidores Qualificados
- **Categoria ANBIMA:** Fundo Multimercado Livre
- **Taxa de Administração:** 1,0% aa
- **Taxa de Performance:** 20,0% do que exceder o CDI
- **Aplicação Mínima:** R\$50.000,00 (R\$5.000,00 por conta e ordem)
- **Saldo Mínimo:** R\$25.000,00 (R\$5.000,00 por conta e ordem)
- **Movimentação Mínima:** R\$25.000,00 (R\$5.000,00 por conta e ordem)
- **Status:** Aberto
- **Cotização Aplicação:** D+0
- **Cotização Resgate:** D+30 dias corridos
- **Liquidação Resgate:** D+3 d.u. após a cotização
- **Tributação:** Longo Prazo
- **Administrador:** BNY MELLON BANCO S.A.
- **Custodiante:** BNY MELLON BANCO S.A.
- **Auditor:** KPMG AUDITORES INDEPENDENTES
- **Gestor:** Polo Capital Gestão de Recursos Ltda.



(*) Fechamento do último mês calendário (**) Calculado como a média aritmética dos PLs de fechamento dos últimos 12 meses calendário. Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Polo Capital, devendo ser entendido como uma material de divulgação do fundo. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito-FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A data de conversão de cotas dos fundos geridos pela Polo Capital é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Polo Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais, se houver, e do regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: <https://servicosfinanceiros.bnymellon.com/>