



Carta Mensal – Fundos de Crédito

Junho 2020

Carta Mensal

Introdução:

Temos uma longa tradição de excelência no desenvolvimento de pesquisa macroeconômica, metodologias e modelos proprietários utilizados na gestão de risco de crédito, mercado e liquidez, e análise de crédito. Toda essa experiência é empregada também para a gestão dos fundos de crédito BOCOM BBM.

Atualmente são dois fundos focados no mercado de crédito privado, com gestão ativa e perfis de risco distintos: O BOCOM BBM Corporate Credit High Yield e o BOCOM BBM Corporate Credit, que completaram 6 meses do lançamento em Junho/20.

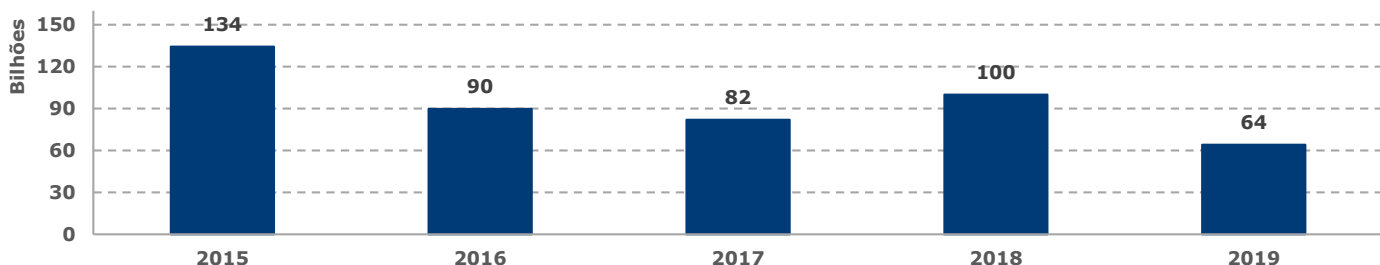
O fundo BOCOM BBM Corporate Credit High Yield, nosso *flagship*, possui um mandato amplo, com objetivo de retorno entre CDI+2,50% a.a. e CDI+3,00% a.a.; sua taxa de administração é de 1,00% a.a. e não cobra performance. O prazo de resgate é de 180 dias para viabilizar a tomada de risco em estratégias mais voláteis e/ou mais ilíquidas, porém, com uma relação entre risco e retorno compatível com o retorno esperado do fundo, seja pelo carregamento esperado, ou pelo potencial de ganho com a marcação a mercado, devido ao fechamento de *spread* da operação.

Já o fundo BOCOM BBM Corporate Credit, possui um mandato mais restrito, com objetivo de retorno entre CDI+0,85% a.a. e CDI+1,15% a.a.; sua taxa de administração é de 0,70% a.a. e não cobra performance. O prazo de resgate é de 30 dias, por isso possui um controle de liquidez mais rigoroso e terá uma concentração maior em caixa e ativos mais líquidos, utilizando estratégias mais voláteis e/ou mais ilíquidas, de forma limitada e oportunista.

Comentários do Gestor:

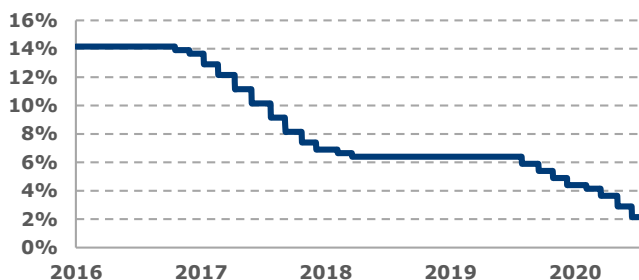
O mercado de crédito privado no Brasil, apesar do seu desenvolvimento nos últimos anos, ainda está em formação e tem muito a crescer. Três fatores principais sustentam essa expectativa: i) diminuição do balanço do BNDES, que abre espaço para novas emissões no mercado de capitais; ii) novo patamar da taxa de juros, que saiu de 14,25% a.a. em 2016, para 2,25% a.a., um nível de juros que impulsiona o investidor a buscar retorno em outras classes de ativo, e a considerar o crédito privado como uma boa alternativa para compor seu portfólio de investimentos; iii) pequena representatividade do mercado de capitais no total de dívida corporativa local, que corresponde a 6% do PIB, quando comparado com outras economias emergentes, como por exemplo, Cingapura e África do Sul, onde o crédito privado chega a ser equivalente a 30% e 18% do PIB, respectivamente.

Evolução dos Desembolsos do BNDES



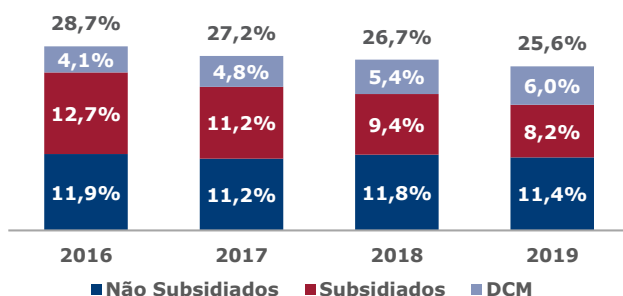
Fonte: BCB

Taxa Selic



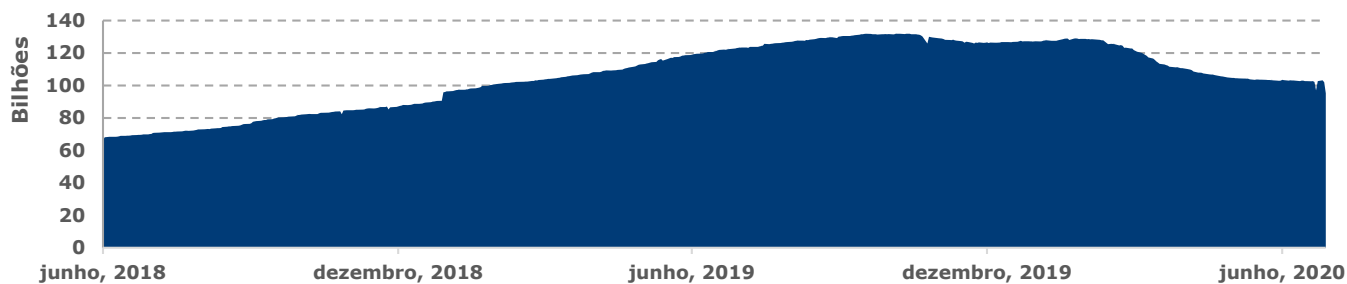
Fonte: BCB

Dívida Corporativa Local (% PIB)



Entre 2017 e 2019, a indústria de fundos de crédito saiu de aproximadamente R\$40Bi de *AUM* para R\$130Bi de *AUM*. A despeito disso, a indústria de fundos de crédito independentes no Brasil é pouco representativa na indústria de fundos. Se considerarmos como fundos de crédito o universo de fundos que possuem pelo menos 20% do seu patrimônio líquido alocado em crédito privado, chegamos a aproximadamente R\$100Bi de *AUM* atualmente, enquanto o total da indústria de fundos chega a mais de R\$5.000Bi de *AUM*.

Evolução do AUM dos Fundos de Crédito



Fonte: Anbima

Este fenômeno de crescimento não foi exclusivo da indústria de fundos de crédito. O mesmo comportamento foi observado em outras classes de ativos, como fundos multimercados e de renda variável. Vale lembrar que, entre 2017 e 2019, o cenário internacional era de compressão de juros soberanos, as taxas de juros globais já se encontravam em níveis muito baixos comparados com as do Brasil e neste período o volume de títulos soberanos com juros negativos atingiu o seu maior valor da história. Neste ambiente, o Brasil voltou a ter um banco central ortodoxo, passou a discutir reformas e passou a ter juros cada vez menores.

Taxas de Títulos Soberanos de 10 anos



Títulos Soberanos com Juros Negativos - US\$ Trilhões



Fonte: BOCOM BBM

Assim como para outros ativos de risco, este momento também foi muito positivo para o mercado de capitais de dívida, pois à medida que a taxa de juros caía, a demanda por crédito privado aumentava. As novas emissões no mercado de capitais possuíam demanda superior à oferta, de forma sistemática. Era um mercado só de compradores, em um mundo com cada vez mais liquidez e poucos ativos. A melhora da percepção de risco, a queda da taxa de juros e o aumento da liquidez no mercado, acabaram por impulsionar os investidores a buscar mais risco. Em particular o mercado de debêntures *high grade*, que apresentavam menor risco de crédito, foi muito acessado.

Neste período, os fundos de crédito cresceram significativamente; em particular, uma categoria chamada de *cash enhanced*, cujos fundos ofereciam retornos entre 100% e 105% do CDI, predominantemente com prazo de resgate em D+0 ou D+1. O portfólio desses fundos é composto, principalmente, por caixa, títulos bancários e debêntures *high grade*. Impulsionados pelo fechamento dos *spreads* de crédito, os fundos apresentavam uma performance melhor do que a esperada por conta do ganho de marcação a mercado em suas cotas. Somando isto à sua liquidez quase imediata, eles se tornaram bastante atrativos.

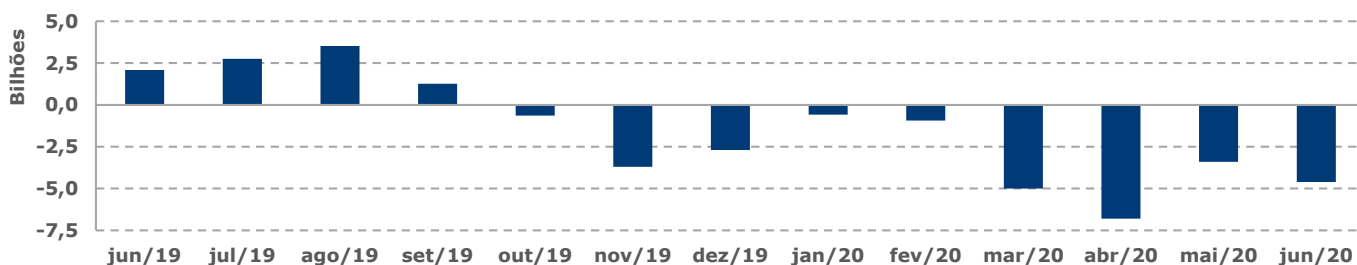
Vale uma observação sobre os fundos de liquidez imediata: muitos deles, apesar do baixo risco de crédito de seus portfólios, carregam um risco de *duration* incompatível com a liquidez do mercado e os seus prazos de resgate. Esta combinação gera um incentivo perverso e dá ao cotista uma opção contra seus gestores, uma vez que, a qualquer sinal de problema no mercado, o cotista pode solicitar resgate e receber o seu investimento de forma imediata, antes mesmo que os efeitos da mudança no mercado sejam corretamente refletidos na cota do fundo. Os que solicitam resgate primeiro, são beneficiados em detrimento daqueles que permanecem no fundo. Logo, em momentos de *stress* no mercado, fundos com essa característica, tendem a sofrer volumes relevantes de resgate, forçando os gestores a venderem ativos em um mercado volátil e com baixa liquidez, acentuando ainda mais o movimento de ajuste de preços.

Voltando ao mercado de crédito, a dinâmica de fechamento dos *spreads* prevaleceu até o momento em que a demanda por estes papéis no mercado primário diminuiu ao ponto em que novas emissões foram rejeitadas pelo mercado. O nível de *spread* que estava sendo apresentado não traduzia corretamente o risco de crédito das operações.

Os *spreads* de crédito estavam tão baixos que não eram mais atrativos frente aos custos da indústria. Desta forma, para o mercado voltar ao equilíbrio, toda a cadeia de crédito passou por uma reprecificação, desde os títulos de risco bancário até os títulos de risco corporativo. O maior impacto foi no mercado de títulos *High Grade*, até então o mais distorcido, por conta do seu baixo risco e a alta demanda do mercado. Após o ajuste do mercado primário, o secundário acompanhou o movimento, passando a negociar com *spreads* mais altos também.

À medida que os preços do mercado secundário foram ajustados, um ciclo negativo se iniciou. A maioria dos fundos de liquidez imediata, que entregava performance acima do esperado, passou a apresentar retornos marginais abaixo do CDI e eventualmente negativos. Isto ocorreu devido à marcação a mercado dos seus ativos, que passavam por um ajuste de preço, conforme detalhamos anteriormente, o que levou a uma sucessão de resgates relevantes por parte de um passivo pouco experimentado. Esse abrupto fluxo negativo no mercado de crédito, ainda em desenvolvimento, fez com que os gestores tivessem que se desfazer de seus portfólios a *spreads* mais altos, levando por fim a uma deterioração ainda maior das cotas.

Resgates Mensais dos Fundos de Crédito (R\$)



Fonte: Anbima

Aqui vale uma observação: o mercado de crédito privado possui uma liquidez bastante limitada e chega a ser aproximadamente 20 vezes menor do que a liquidez do mercado de ações. As características do produto e o *ALM* são pontos tratados com muito rigor na gestão dos nossos fundos.

Passado esse ajuste técnico, o ano de 2020 se inicia em um contexto com novo patamar de preços, a indústria de fundos de crédito mais madura e reaquecimento das emissões no mercado primário. O ambiente de menor volatilidade durou pouco, pois o choque na economia e nos mercados causado pela pandemia de Covid-19 foi muito forte. Os ativos de crédito privado não ficaram de fora.

Como mencionado, a liquidez do mercado de crédito é restrita e, portanto, os ajustes de preços são mais lentos, o que gera distorções. Quando o impacto da pandemia ficou claro nos mercados mais líquidos, antes mesmo dos preços dos ativos de crédito se ajustarem no mercado secundário, a história se repetiu. Os fundos *cash enhanced* sofreram resgates relevantes de investidores que buscavam exercer a opção contra seus gestores e se antecipar ao inevitável ajuste de preço que estava por vir, e o consequente impacto na cota.

Apesar da dinâmica observada no mercado de crédito ter sido semelhante à do ano passado, a magnitude do impacto foi muito maior. Desta vez, o choque de liquidez que alguns fundos de crédito sofreram, veio acompanhado de uma incerteza econômica sem precedentes e, por isso, os gestores que precisaram honrar resgates de forma imediata, tiveram que oferecer descontos bem maiores do que anteriormente. O mercado estava reduzindo risco e aqueles agentes com liquidez disponível só estavam dispostos a comprar ativos de risco de crédito inequívocos e com prêmios compatíveis com a gravidade da situação.

Enquanto o ajuste de 2019 não chegou a 100bps de acréscimo no *spread* dos títulos de crédito, neste ano, algumas Debêntures *High Grade* foram negociadas com mais de 350bps de acréscimo em seus *spreads* anteriores. Durante o momento mais agudo desta crise financeira, no final de fevereiro e início de março, apenas as empresas de risco de crédito inequívoco e bancarizadas continuaram com acesso ao crédito. Para essas empresas o mercado primário não parou, mas o perfil de liberação mudou completamente, uma vez que as operações passaram a ter *duration* mais curta, entre 1 e 2 anos e *spreads* muito mais altos, entre CDI+3,5% a.a. e CDI+5% a.a., e foram, em sua maioria, alocadas nas carteiras proprietárias nos bancos.

Para as demais empresas o mercado de crédito ficou fechado, até que, ao longo do mês de março, uma série de medidas e programas foram anunciados na tentativa de mitigar os efeitos econômicos do combate à pandemia pelo Banco Central e pelo Ministério da Economia. Tais medidas foram de fundamental importância para conter a volatilidade e a dinâmica negativa dos mercados. Mesmo que o Banco Central não tenha atuado ativamente comprando dívida corporativa no mercado secundário como o *Federal Reserve*, as medidas implementadas de forma mais imediata injetaram liquidez no mercado financeiro, fazendo com que bancos atuassem de forma ativa no mercado secundário, dando liquidez para os fundos que precisavam vender parte relevante do portfólio por conta dos resgates que estavam sofrendo.

Vale mencionar que o choque de preços que vimos na dívida corporativa local em reais também foi percebido por todas as classes de ativos de risco no mundo, evidentemente que em escalas distintas, dependendo do caso. Em particular, *bonds* de empresas brasileiras emitidos em outras moedas também sofreram um ajuste de preço relevante.

Os estímulos fiscais e monetários aplicados pelos governos e bancos centrais para combater os impactos da pandemia de Covid-19, foram os maiores e mais coordenados em termos globais já vistos. Eles estão funcionando e evitaram o colapso total da economia e das cadeias de produção. Abril parece ter sido o pior mês para a atividade global e os dados referentes a maio e junho já mostram recuperação. Os preços dos ativos de risco também já mostram forte recuperação.

No mês de junho, o Banco Central, adicionalmente às medidas já implementadas, mesmo que de forma atrasada, regulamentou como poderá ser a sua intervenção no mercado de dívida corporativa local, podendo comprar e vender títulos privados no mercado secundário, seguindo determinadas regras. Não esperamos uma atuação ativa dele nos atuais níveis de preço, uma vez que o mercado secundário apresenta funcionalidade satisfatória. No entanto, esta medida funciona como um importante anteparo, dando confiança aos agentes. Com essa medida, o Banco Central tem maiores condições de manter a funcionalidade do mercado secundário de títulos privados, em caso de necessidade.

Nossa Estratégia:

Analisamos oportunidades de crédito em diversos setores, no mercado primário e no mercado secundário, tanto no Brasil como no exterior. Consideramos investimentos em diversos indexadores e instrumentos. Vale ressaltar que a nossa intensão é ter exposição somente ao risco de crédito de cada operação, por isso, sempre que existe exposição a outro fator de risco, como taxa de juros ou variação cambial, buscamos a melhor forma de neutralizá-los, utilizando os derivativos disponíveis no mercado.

Logo no início da construção dos nossos portfólios o cenário externo não era muito favorável. Em janeiro, tivemos o aumento da tensão entre EUA e Irã depois da morte do general iraniano Qasem Soleimani; a ascensão de Bernie Sanders nas pesquisas presidenciais americanas e o aparecimento da, até então, epidemia de Covid-19, ainda concentrada na China. Em fevereiro, o destaque ficou por conta do agravamento do surto de Covid-19 que se espalhou para regiões fora da China, principalmente na Europa, Irã, Coreia do Sul e já apareciam alguns casos nos EUA e no Brasil; o impacto na atividade global ainda era incerto mas já preocupava os principais Bancos Centrais, que se mostravam atentos e prontos a dar suporte à economia.

Com um pano de fundo repleto de incertezas, optamos por construir um portfólio mais conservador, com uma posição maior de caixa, priorizando operações mais líquidas e focadas no mercado interno. Até aquele momento, nossa avaliação era de que o mercado de *bonds* não apresentava uma relação entre risco e retorno satisfatória que justificasse alguma alocação.

Em março, quando a crise atingiu de vez o mercado de crédito, percebemos que a estratégia inicial se mostrou acertada. Nossa posição de liquidez permitiu a agilidade necessária para aproveitarmos as oportunidades que surgiram em meio ao choque de liquidez nos mercados e suavizou o impacto nos nossos portfólios frente ao ajuste de preço nos ativos de crédito. De forma tática, alocamos em debentures *high grade* e *bonds* com retornos muito atrativos, que estavam sendo negociados com desconto excessivo por conta de vendas forçadas.

Montamos um *book* de *bonds* de instituições financeiras e de empresas de alta qualidade com balanços robustos que, naquele momento, estavam sendo negociados com 300bps a 500bps de acréscimo em seus *spreads* de crédito frente a fevereiro.

Importante dizer que, quando operamos *bonds*, neutralizamos tanto o risco cambial como o risco de cupom cambial para que nossa exposição seja somente sobre o risco de crédito da operação.

Em suma, a estratégia no semestre focou em debêntures e *bonds* de maior liquidez de empresas *high grade* dos setores de energia elétrica, saneamento, petróleo e gás, transporte e logística e financeiro; por serem setores essenciais, estratégicos e altamente bancarizados, que temos confiança que conseguirão atravessar esta crise.

O cenário atual ainda requer cautela, mas acreditamos que a retomada da economia trará boas oportunidades no mercado de crédito privado, viabilizando o rebalanceamento do nosso portfólio, através da aquisição de novas operações com *spreads* maiores e a venda de operações que compramos descontadas e que já apresentem o fechamento de taxa desejado. Neste momento, ainda acreditamos na boa performance das debentures *high grade* e dos *bonds*, que ainda devem contribuir para o portfólio através de ganhos a mercado, com fechamentos de *spread* adicionais.

Vemos também operações estruturadas, mais ilíquidas, com boas garantias e bons *spreads* voltando ao mercado. Este é um *book* que esperamos aumentar de forma gradual, à medida que o cenário de recuperação, ainda que lenta, se confirme.

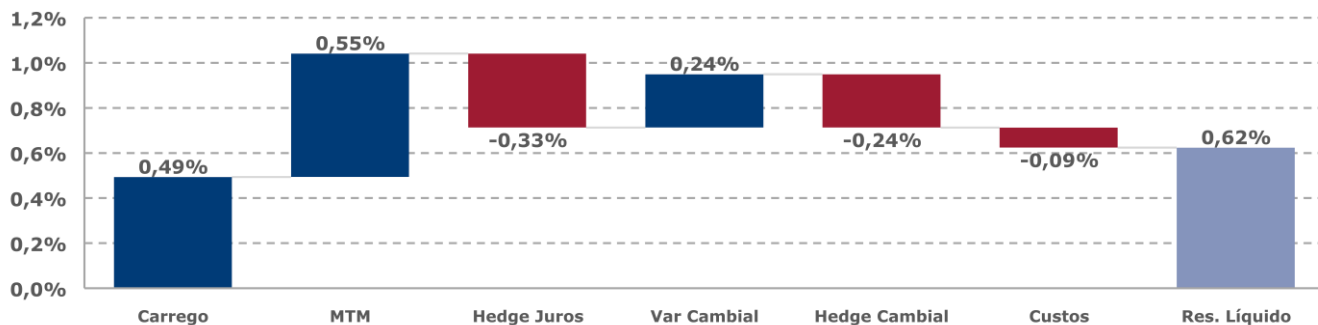
BOCOM BBM Corporate Credit High Yield

Atribuição de Resultados – Junho 2020

O BOCOM BBM Corporate Credit High Yield completou 6 meses de atividades em junho de 2020, tendo obtido rentabilidade de 2,36%, o equivalente a 131% do CDI, desde sua criação.

Em junho, o fundo obteve retorno líquido de 0,62%, o equivalente a 282% do CDI. O resultado positivo no mês pode ser explicado pelos ganhos de marcação a mercado dos TVMs *high grade* (0,16%), carrego dos TVMs *high grade* (0,12%) e dos TVMs *mid yield/high yield* (0,21%), e em menor grau, pelo carrego dos *bonds* (0,11%). O fundo encerrou o mês com 11% de caixa, 57 ativos em carteira de 48 emissores distintos, taxa de carrego da carteira (antes de custos) equivalente a CDI+3,32% e prazo médio de 2,27 anos.

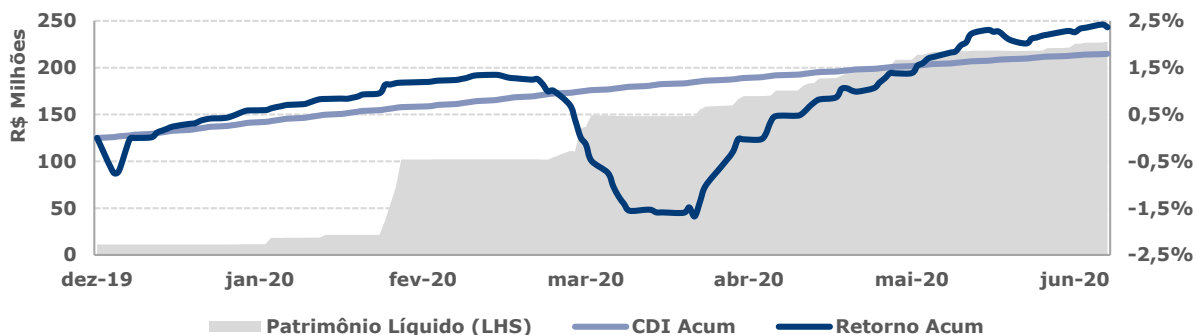
Corporate Credit High Yield



High Yield	Carrego	MTM	Hedge Juros	Var Cambial	Hedge Cambial	Total
Caixa/ TPF	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%
DCM HG	0,12%	0,16%	0,00%	0,00%	0,00%	0,28%
DCM MY/HY	0,21%	0,06%	0,00%	0,00%	0,00%	0,27%
CCB/3CB	0,03%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,05%
Onshore	0,39%	0,24%	0,00%	0,00%	0,00%	0,63%
Bond	0,11%	0,31%	-0,33%	0,24%	-0,24%	0,09%
Resultado Bruto	0,49%	0,55%	-0,33%	0,24%	-0,24%	0,71%

Custos	-0,09%
Resultado Líquido	0,62%

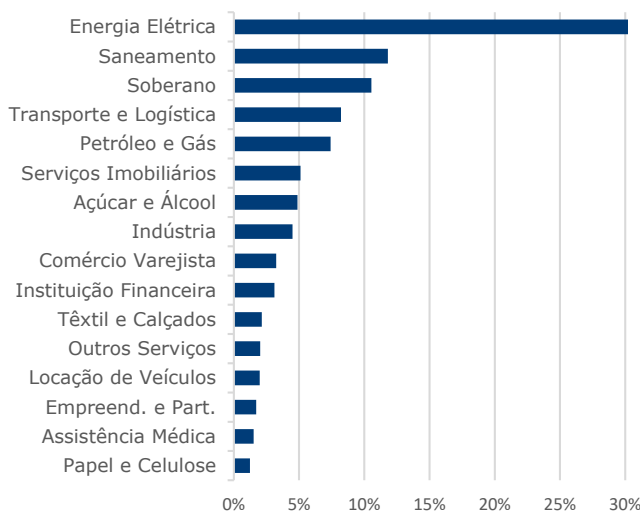
Performance



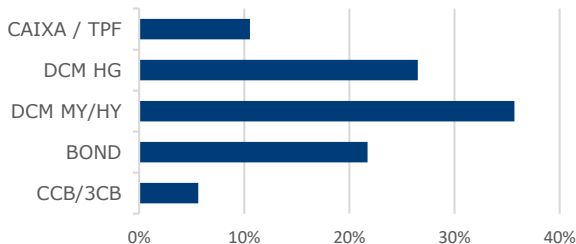
	Jan/20	Fev/20	Mar/20	Abr/20	Mai/20	Jun/20	2020	Desde início	12 Meses	24 Meses	36 Meses
Fundo	1,42%	0,52%	-2,23%	1,51%	1,26%	0,62%	3,09%	2,36%	-	-	-
%CDI	378%	176%	-	531%	525%	282%	176%	131%	-	-	-
CDI	0,38%	0,29%	0,34%	0,28%	0,24%	0,22%	1,76%	1,80%	-	-	-

Concentração

CONCENTRAÇÃO POR SETOR



CONCENTRAÇÃO POR PRODUTO



ESTATÍSTICAS

Concentração Média	1,57%
5 Maiores	17,45%
Maior Concentração	4,04%
5 Menores	1,12%
Menor	0,11%
Duration Média	2,27

INFORMAÇÕES GERAIS

Público Alvo	Investidor Qualificado
Investimento Inicial	R\$50.000
Saldo Mínimo	R\$50.000
Movimentação Mínima	R\$10.000
Aplicação	D+0
Resgate (conversão)	D+180
Resgate (pagamento)	1º dia útil após conversão
Início do Fundo	27/12/2019
CNPJ	34.799.129/0001-23

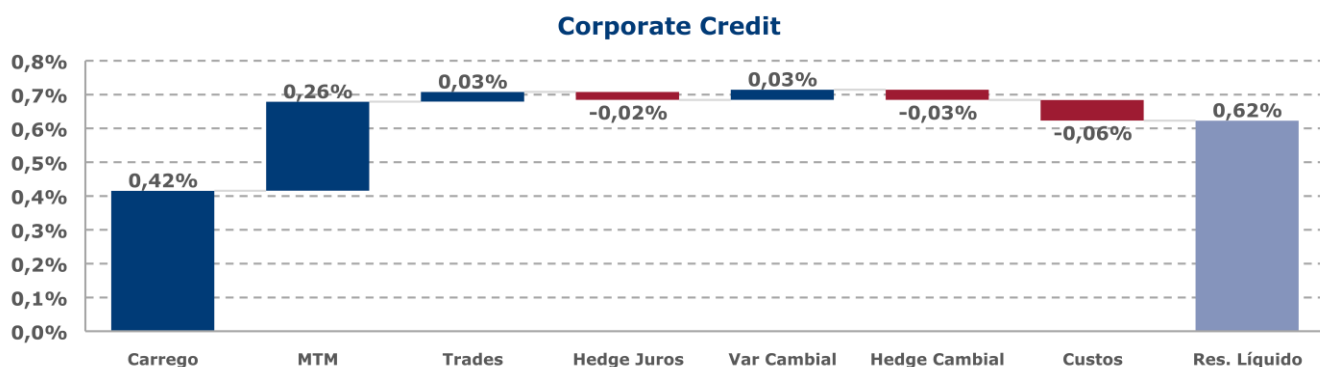
PL Atual	R\$ 227.647.917
PL Médio	R\$ 128.603.449
Taxa de Administração	1,00% a.a.
Taxa de Administração Máxima	1,20% a.a.
Taxa de Performance	Não possui
Administrador	BEM -DTVM Ltda
Custodiante	Banco Bradesco S.A.
Auditor	PricewaterhouseCoopers
Classificação ANBIMA	Multimercado Livre

BOCOM BBM Corporate Credit

Atribuição de Resultados – Junho 2020

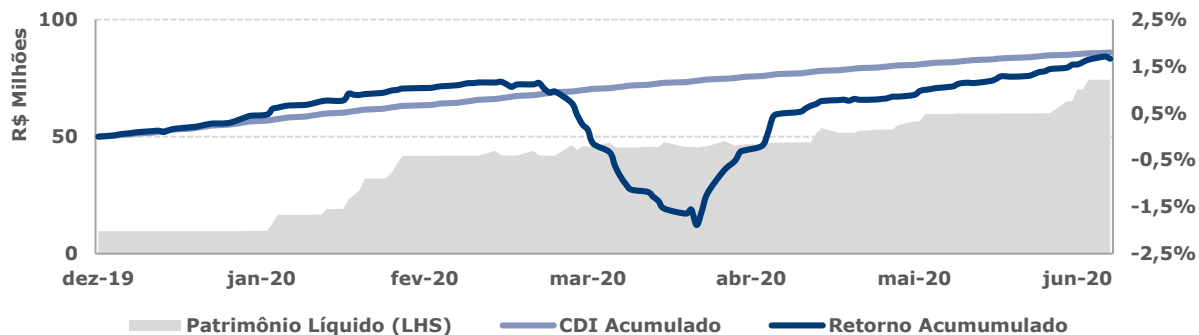
O BOCOM BBM Corporate Credit completou 6 meses de atividades em junho de 2020 tendo obtido rentabilidade de 1,66%, o equivalente a 92% do CDI, desde sua criação.

Em junho, o fundo obteve retorno líquido de 0,62%, o equivalente a 282% do CDI. O resultado positivo no mês pode ser explicado pelos ganhos de marcação a mercado dos TVMs *high grade* (0,21%) e pelo carregamento dos TVMs *high grade* (0,18%) e dos TVMs *mid yield/high yield* (0,16%). O fundo encerrou o mês com 20% de caixa, 38 ativos em carteira de 34 emissores distintos, taxa de carregamento da carteira (antes de custos) equivalente a CDI+2,15% e prazo médio de 1,85 anos.



Corporate Credit	Carregamento	MTM	Trades	Hedge Juros	Var Cambial	Hedge Cambial	Total
Caixa/ TPF	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%
LF/ DPGE	0,03%	0,02%	-0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%
DCM HG	0,18%	0,21%	0,04%	-0,02%	0,00%	0,00%	0,40%
DCM MY/HY	0,16%	0,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,19%
CCB/3CB	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
Onshore	0,40%	0,26%	0,03%	-0,02%	0,00%	0,00%	0,67%
Bond	0,01%	0,00%	0,00%	-0,01%	0,03%	-0,03%	0,01%
Resultado Bruto	0,42%	0,26%	0,03%	-0,02%	0,03%	-0,03%	0,68%
						Custos	-0,06%
						Resultado Líquido	0,62%

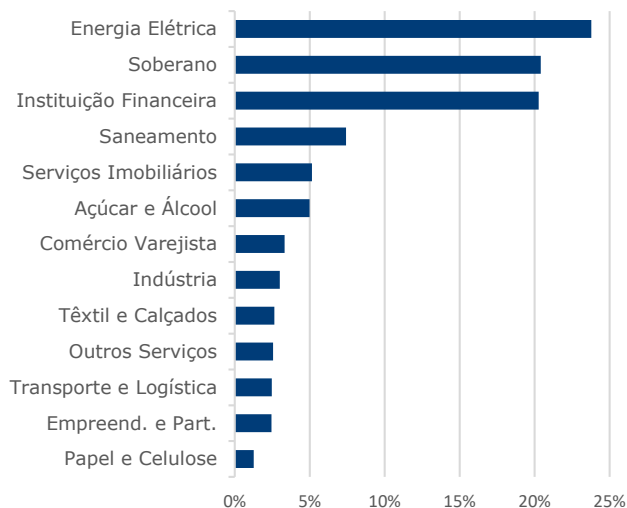
Performance



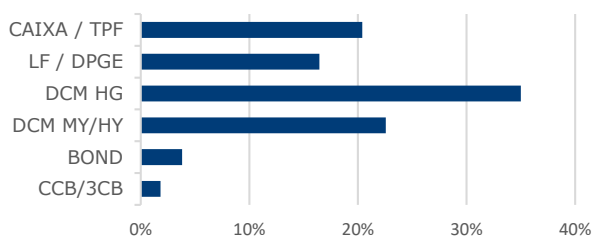
	Jan/20	Fev/20	Mar/20	Abr/20	Mai/20	Jun/20	2020	Desde início	12 Meses	24 Meses	36 Meses
Fundo	0,61%	0,41%	-1,69%	1,12%	0,55%	0,62%	1,61%	1,66%	-	-	-
%CDI	162%	139%	-	394%	229%	282%	91%	92%	-	-	-
CDI	0,38%	0,29%	0,34%	0,28%	0,24%	0,22%	1,76%	1,80%	-	-	-

Concentração

CONCENTRAÇÃO POR SETOR



CONCENTRAÇÃO POR PRODUTO



ESTATÍSTICAS

Concentração Média	2,10%
5 Maiores	17,85%
Maior Concentração	4,04%
5 Menores	2,88%
Menor Concentração	0,19%
Duration Média	1,85

INFORMAÇÕES GERAIS

Público Alvo	Geral
Investimento Inicial	R\$20.000
Saldo Mínimo	R\$20.000
Movimentação Mínima	R\$10.000
Aplicação	D+0
Resgate (conversão)	D+30
Resgate (pagamento)	1º dia útil após conversão
Início do Fundo	27/12/2019
CNPJ	34.799.186/0001-02

PL Atual	R\$ 74.275.128
PL Médio	R\$ 42.140.709
Taxa de Administração	0,70% a.a.
Taxa de Administração Máxima	0,90% a.a.
Taxa de Performance	Não possui
Administrador	BEM -DTVM Ltda
Custodiante	Banco Bradesco S.A.
Auditor	PricewaterhouseCoopers
Classificação ANBIMA	Multimercado Livre

Este material é de caráter exclusivamente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta de compra ou venda de cotas do fundo. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir, com especial atenção para as cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como para as disposições acerca dos fatores de risco a que o fundo está exposto, antes da tomada de qualquer decisão de investimento. Os métodos utilizados pelo gestor para gerenciar os riscos a que o fundo se encontra sujeito não constituem garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pelo fundo. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário vpara fundos de longo prazo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor ou do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). O presente material foi preparado de acordo com informações necessárias ao atendimento das normas e melhores práticas emanadas pela CVM e ANBIMA.

