

COMENTÁRIOS DO GESTOR

- Fazendo uma breve retrospectiva, o início do ano de 2019 foi marcado pela alta demanda por crédito privado, com as companhias aproveitando o fechamento de *spreads* para alongar e baratear suas dívidas.
- Ao mesmo tempo, o BC do Brasil mantinha sua política expansionista, levando a SELIC a suas mínimas históricas.
- Até que em outubro e novembro, os ativos passaram por uma intensa remarcação de preços. A abertura de *spreads* se iniciou pelos ativos mais líquidos e de maior qualidade de crédito, impactando as cotas dos fundos e atingindo níveis altos o suficiente para encontrar contrapartes interessadas na compra, fazendo frente à força vendedora.
- O mês de dezembro então foi marcado pelo início da estabilização de preços, com menos aberturas dos prêmios de risco e alguns ativos, inclusive, apresentando fechamento de *spreads*.
- Assim, 2020 se inicia num cenário muito favorável aos investidores: com a remarcação dos ativos, os prêmios de risco estão mais elevados, o que aumenta o carregio e se reflete na performance dos fundos à medida em que os preços no mercado secundário continuam a se estabilizar.

O AQUECIDO INÍCIO DE 2019

O ano de 2019 começou bastante aquecido no mercado de crédito. Após um hiato ao final de 2018, marcado pelo período de eleições presidenciais e de expectativas com relação à formação da nova equipe de governo, as companhias saíram do compasso de espera e voltaram a acessar o mercado com novas ofertas.

O contexto global no início de 2019 era de incertezas advindas da guerra comercial entre EUA e China e de baixo crescimento nas grandes economias. No Brasil, o cenário não era muito diferente: o alto nível de desemprego e as contínuas reduções nas expectativas de crescimento frearam as pressões inflacionárias, levando o Banco Central a manter sua **política monetária expansionista, com a taxa SELIC atingindo mínimas históricas**.

Assim, as companhias que voltavam a acessar o mercado encontraram contraparte em investidores recém-saídos da poupança, dos títulos públicos ou de títulos bancários **sedentos por maior retorno**.

O primeiro semestre então foi excelente para as companhias, que conseguiram **renovar e alongar suas dívidas, pagando prêmios de risco muito baixos** e reduzindo com isso suas despesas financeiras e risco de rolagem. E isso evidenciava a evolução do mercado de crédito e sua importância para o financiamento das empresas.

Com a redução dos prêmios de risco, os cotistas dos fundos de crédito privado viram suas **cotas atingindo patamares muito superiores às metas estipuladas pelos gestores**.

Então, o **crédito privado high grade era a bola da vez**, apresentando retorno superior aos ativos livres de risco, com segurança e baixíssimo risco de perda de capital, dada a alta qualidade dos balanços.

Nesse contexto, atuamos com diligência e sempre ponderamos **com muita parcimônia a relação retorno/risco de cada ativo**, evitando entrar em operações que paguem pouca taxa pelo risco de crédito do emissor. Ao longo dos

primeiros meses do ano, mencionávamos em nossos comentários mensais a necessidade desses cuidados.

Assim, mantendo nossa visão nos resultados de longo prazo, naquele momento optamos por fechar para aplicações nosso maior fundo, o DLM Hedge Conservador II. Nosso entendimento era que, por mais que houvesse interesse pelo investidor de realizar novos aportes, não víamos oferta de ativos com preços interessantes o suficiente para alocarmos tais recursos.

O AJUSTE DE PREÇOS

Após manter estável a taxa SELIC em 6,5% ao ano, no período entre março de 2018 e junho de 2019, em julho, o BCB iniciou um **novo ciclo de cortes**, trazendo-a para o atual nível de 4,5% ao ano. O ritmo e magnitude dos cortes chegou a surpreender o mercado, impactando, inclusive, a parte longa da curva de juros.

Com isso, nossa retrospectiva chega à **remarcação de preços que impactou os fundos de crédito em outubro e novembro**. Em resumo, a queda da taxa de juros pressionou para baixo os prêmios de risco pagos pelos ativos indexados a um % CDI (a maior parte dos ativos no mercado), o que gerou uma reação por parte dos gestores, que passaram a exigir prêmios de risco maiores. Com isso, os preços dos ativos sofreram um forte impacto negativo, prejudicando a performance dos fundos de crédito privado em geral. Em paralelo, o mercado de debêntures incentivadas, com grande presença de pessoas físicas alocando diretamente nos papéis, viu a migração desses investidores para outras classes de ativos, num movimento de realização de lucros combinado com uma busca simplista por retorno. Essa migração resultou numa dinâmica vendedora no mercado de debêntures incentivadas, prejudicando também fortemente os fundos dessa categoria.

É muito importante reiterar que não houve uma alteração na qualidade de crédito dos emissores e nem eventos de default. As **companhias continuam saudáveis e com boas perspectivas**. A remarcação de preços aconteceu apenas por motivos técnicos associados ao novo cenário de juros no Brasil.

E também é fundamental ressaltar que esta correção nas cotas veio acompanhada de um carregamento melhor (explicação detalhada mais abaixo), o que beneficia o investidor, que, a partir de agora passa a ser mais bem remunerado pelo seu investimento.

Para maiores detalhes sobre esses temas, acesse nosso relatório [“Mercado de crédito se adapta ao novo nível de taxa de juros”](#) e [“Mercado de debêntures incentivadas: a assimetria dos prêmios de risco”](#), divulgados em outubro.

O INÍCIO DA ESTABILIZAÇÃO DOS PREÇOS

Nas últimas semanas de 2019, com a melhora das expectativas com relação ao crescimento econômico no Brasil e com as idas e vindas da guerra comercial dando indícios de que um acordo se aproximava, o mercado começou a entender que **o ciclo de afrouxamento monetário se aproximava do fim**.

Assim, **com os prêmios de risco dos ativos de crédito privado tendo atingido níveis tão altos** a ponto de atrair investidores que há algum tempo estavam afastados desse mercado (como tesourarias de grandes bancos, por exemplo) e com **a ausência de uma pressão baixista da curva de juros**, o mercado de crédito privado finalmente começou a ver sinais relevantes de **estabilização**.

Ao longo de dezembro observamos **menos aberturas de prêmios de risco no mercado secundário**, com alguns ativos, inclusive, apresentando **fechamento de spreads**. Com isso, a **performance dos fundos de crédito em geral volta a se aproximar dos patamares históricos**, se reaproximando de 100% CDI e dando indícios de que voltará a superar o *benchmark* no curto prazo.

PERSPECTIVAS

Entendemos então que, da mesma maneira que no início de 2019 o mercado primário voltou a se reaquecer após um período de espera, vemos também a **perspectiva de melhora e de retorno à normalidade nesse começo de ano**.

Com reformas estruturais importantes já tendo sido aprovadas (previdência e trabalhista) ou sendo encaminhadas (tributária e administrativa), **o cenário de negócios no Brasil apresenta melhor estabilidade**.

Além disso, o cenário de recuperação econômica finalmente se desenha, contribuindo para que as companhias, após terem melhorado sua saúde financeira com o reperfilamento de suas dívidas ao longo de 2019, **voltem a acessar o mercado, dessa vez para realizar investimentos na economia real** e fomentar o crescimento do PIB.

Também entendemos que **o mercado de crédito sai mais forte do que entrou após a turbulência** que o atingiu em outubro e novembro. O mercado secundário de debêntures tem evoluído nos últimos anos e teve papel central neste período turbulento ao prover **liquidez e permitir a correção**

dos preços dos ativos para níveis mais saudáveis e de maneira rápida.

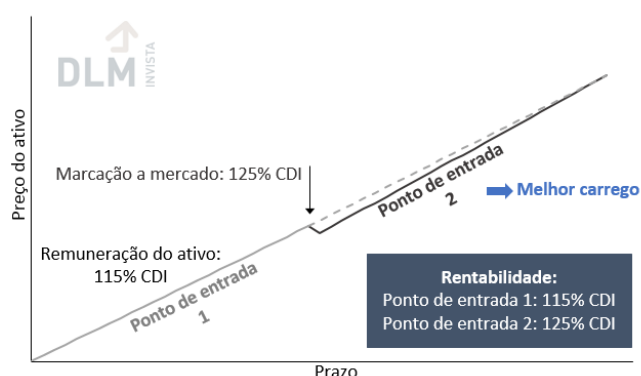
É muito importante ressaltar que, com essa recente correção no nível de preços, **o carregamento dos fundos se torna muito mais interessante**.

A MELHORA RELEVANTE DO CARREGO

O carregamento é a remuneração obtida ao se manter o papel em carteira, desconsiderando-se novas marcações a mercado. No gráfico abaixo, exemplificamos o impacto da marcação a mercado para o carregamento de um ativo. No exemplo, o ativo possui uma remuneração de 115% CDI até seu vencimento (*taxa contratada*). Essa é a remuneração contratada, e independentemente de quem for o detentor desse ativo, ele receberá o mesmo valor (preço) no vencimento.

Quando acontece uma marcação a mercado (no exemplo abaixo o ativo passou a ser negociado a 125% CDI, que chamaremos de *taxa a mercado*), o impacto acontece no preço do ativo. Ou seja, para refletir um aumento do *spread* ou prêmio de risco de algum ativo, como é o caso do exemplo, ele passa a ser negociado a um preço mais baixo. Porém, em termos financeiros, aquele ativo continua recebendo a mesma *taxa contratada*, o que, no novo nível de preço, passa a equivaler a uma *taxa a mercado* superior. Dessa maneira, quem adquiriu o ativo no “Ponto de Entrada 2” no gráfico abaixo, o comprou por um preço mais baixo e, por consequência, está sendo mais bem remunerado do que quem entrou no “Ponto de entrada 1”.

Outro ponto importante a ser observado é que quem entrou no ponto 1 vai receber no vencimento exatamente o mesmo valor financeiro que havia sido pactuado. Ou seja, não há perdas para quem levar o ativo até o seu vencimento.



E a situação em que estamos atualmente é justamente a situação do “Ponto de entrada 2” do gráfico acima. O ponto em que aquele que entra, tem melhor remuneração. **Os ativos já foram remarkados, as taxas praticadas pelo mercado estão mais altas, o carregamento está melhor**.

Olhando à frente, acreditamos que novas marcações de preço não devem acontecer na mesma intensidade em que ocorreram em outubro e novembro.

O cenário de abertura acelerada dos prêmios de risco aconteceu dentro de um contexto incomum de redução abrupta da expectativa de juros (que atingiram sua mínima histórica) e por isso, não deve se repetir.

Do ponto de vista da gestão de fundos de crédito privado, a marcação a mercado frequente e dinâmica é muito importante, já que **destrava o mercado e gera oportunidades** de entrada ou saída de determinado ativo.

E do ponto de vista do investidor, **o objetivo da marcação a mercado é evitar qualquer transferência de riquezas entre cotistas**, evitando benefícios para o chamado *first mover* (primeiro cotista a aplicar ou resgatar). Assim, a volatilidade, ou marcação a mercado mais dinâmica, que é vista com alguma cautela pelo investidor, na verdade é um **mecanismo de proteção aos cotistas**.

O PAPEL DO CRÉDITO PRIVADO NA CARTEIRA

Assim, entendemos que **investir em crédito privado high grade continua a ser uma estratégia fundamental** para o sucesso de qualquer carteira de investimentos, seja trazendo segurança e estabilidade a um portfólio conservador ou contribuindo com flexibilidade na gestão de oportunidades de um portfólio agressivo.

Investimentos em crédito privado devem continuar ocupando espaço na parcela de renda fixa dos portfólios, pois, no contexto de juros baixos global e localmente, oferecem **prêmio sobre a taxa livre de risco (CDI + spread)**.

O crédito privado também desempenha importante papel na **geração de alfa de forma defensiva**, já que apresenta menor volatilidade do que o investimento em fundos macro ou em bolsa, por exemplo.

Ademais, entendemos que o forte fluxo de migração procedente de títulos públicos, poupança e fundos de renda fixa menos eficientes deve continuar gerando demanda por crédito privado.

Por fim, gostaríamos de **agradecer a nossos investidores e parceiros** por terem confiado por mais um ano em nossa filosofia de gestão, que sempre prioriza a **consistência de resultados no longo prazo por meio de uma composição saudável em perene da carteira**.

Os comentários de cada fundo encontram-se abaixo e seus respectivos materiais de divulgação podem ser acessados clicando no nome de cada um.

FUNDOS ABERTOS

DLM Hedge Conservador

Aberto para captações	
(até atingir o PL de R\$ 600 milhões)	
PL atual	R\$ 368.865.242,78

Rentabilidade	Fundo	% CDI
No mês	0,4%	97,0%
Nos últimos 12 meses	5,8%	97,4%
Desde o início*	198,4%	105,0%

*Início do fundo em 29/09/08

Ao longo do mês, mantivemos o equilíbrio da exposição nas operações de doação de termo com crédito privado, cujos preços já passam a mostrar uma relevante estabilização. Atualmente, a estratégia de arbitragem corresponde a 27% do PL do fundo. Dentre os destaques negativos, tivemos Rodovias das Colinas e LF Daycoval. Já do lado positivo, destacamos as debêntures indexadas ao IPCA, dada a estabilização do *spread* de crédito e a inflação elevada no período. Seguimos com a alocação em crédito privado limitada a 50% do PL e com muito rigor na gestão de caixa e liquidez. O fundo está aberto para captação até atingir o PL de R\$ 600 bilhões.

DLM Hedge Conservador II

Aberto para captações	
PL atual	R\$ 1.208.006.227,24

Rentabilidade	Fundo	% CDI
No mês	0,4%	94,9%
Nos últimos 12 meses	5,7%	96,0%
Desde o início*	62,7%	107,0%

*Início do fundo em 30/01/15

Em comparação com a performance dos meses de outubro e novembro, o resultado do mês de dezembro já apresenta melhora e reflete o início da estabilização de preços observada nos ativos de crédito privado. Ao longo do mês, tivemos remarcações negativas das debêntures MRV e BRF. Dentre os destaques positivos, tivemos o setor de energia, com as debêntures de Coelba e Copel GT apresentando fechamento dos prêmios de risco.

De maneira geral, a qualidade de crédito dos emissores se mantém muito positiva e temos aproveitado a abertura de *spreads* para “oxigenar” a carteira do fundo, buscando ativos que contribuam para a melhora de seu carregamento, sempre levando em consideração nossa rigorosa política de liquidez.

Monitoramos de perto o *capacity* do fundo conforme o momento de mercado e, nesse momento, frente às boas oportunidades que observamos no mercado, o fundo se mantém aberto para captações sem indicação de PL para fechamento.

DLM Premium 30

Aberto para captações	
PL atual	R\$ 927.140.177,26

Rentabilidade	Fundo	% CDI
No mês	0,3%	91,9%
Nos últimos 12 meses	5,3%	88,6%
Desde o início*	14,3%	102,3%

*Início do fundo em 31/10/17

Também se beneficiando do início da estabilização do mercado de crédito ocorrida ao longo do mês, o fundo apresentou melhora na performance com relação a outubro e novembro, num caminho de volta à normalidade em termos de rentabilidade. Dentre os destaques positivos, tivemos o setor de energia, com fechamento de prêmios de risco nas debêntures de Eletropaulo, Coelba e Ampla, as mesmas que estavam dentre as primeiras a sofrerem com a reprecificação iniciada em outubro. Esse movimento é mais um sinal de que a estabilização de preços está de fato acontecendo, após um efeito “estilingue”, de exagero na reprecificação negativa que havia ocorrido. Em termos de performance, uma das exceções do setor de energia foram as debêntures da CPFL Energia, além das LFs de Daycoval e Paraná, que sofreram remarcações e se destacaram do lado negativo.

O fundo continua a aproveitar o atual momento de mercado para oxigenar sua carteira, adquirindo ativos de alta qualidade de crédito que pagam prêmios de risco interessantes e contribuem para melhora do carregamento.

Debêntures Incentivadas
Aberto para captações

PL atual R\$ 119.893.991,68

Rentabilidade	Fundo	% CDI
No mês	0,7%	180,1%
Nos últimos 12 meses	2,2%	37,3%
Desde o início*	4,1%	50,9%

*Início do fundo em 31/08/18

Clique [aqui](#) para acessar nosso relatório específico sobre as debêntures incentivadas, publicado em 24/10/19 na nossa página no LinkedIn.

O mês de dezembro foi muito positivo para as debêntures incentivadas, com a estabilização dos prêmios de risco e contribuição positiva da inflação mais alta. Com isso, o forte resultado deste mês é reflexo de uma dinâmica mais saudável, após meses de abertura de *spread* e IPCA muito baixo ou até mesmo negativo. Os destaques positivos do mês ficaram para Cemig e Eletropaulo, enquanto as debêntures da Intesa contribuíram negativamente para a performance do fundo.

O fundo se mantém aberto para aproveitarmos as oportunidades no secundário, por meio da aquisição de ativos que contribuam para a melhora de seu carregamento.

Trafalgar

Fundo com menos de 6 meses de atividades, não permite divulgação de rentabilidades (Instrução CVM 555).

O fundo tem o objetivo de superar o *benchmark* (CDI) por meio combinação de investimentos em títulos públicos e da gestão ativa de crédito privado *high grade* nos mercados local e internacional. A estratégia se baseia em rigorosa análise fundamentalista de crédito e utiliza metodologia proprietária para seleção e monitoramento de emissores com alto nível de governança e transparência. O fundo investe até 40% do seu PL em *bonds offshore*, com restante destinado a crédito privado local. O fundo realiza *hedge* cambial para a parcela *offshore*, mitigando o risco cambial e atrelando sua remuneração a um percentual do CDI.

Hedge Moderado
Aberto para captações

PL atual R\$ 53.701.567,36

Rentabilidade	Fundo	% CDI
No mês	0,4%	104,0%
Nos últimos 12 meses	5,4%	90,9%
Desde o início*	98,6%	96,0%

*Início do fundo em 30/03/12

Fundo com liquidez D+15. Além do crédito privado, também utilizamos como estratégia geradora de alfa a arbitragem, sobretudo a doação a termo, já que seu mandato permite a flexibilização do percentual de alocação em crédito e menor necessidade de caixa, por exemplo, se comparado ao DLM Hedge Conservador FIM que tem liquidez em D+1. Como destaque positivo tivemos a estratégia de doação a termo.

Em dezembro, foi aprovada e incorporação desse fundo pelo DLM Premium 30 FIRF CP. A incorporação acontecerá em 05/02/2020.

FUNDOS DE PREVIDÊNCIA

DLM Icatu Previdência

Aberto para captações		
PL atual	R\$ 86.348.923,07	
Rentabilidade	Fundo	% CDI
No mês	0,4%	99,3%
Nos últimos 12 meses	5,4%	91,0%
Desde o início*	24,7%	93,6%

*Início do fundo em 08/11/16

Seguindo uma estratégia de investimentos em ativos de crédito privado desde a alteração de seu regulamento, no início de 2018, o fundo tem meta de superar o CDI no longo prazo. Ao longo do mês de dezembro, o destaque positivo foi para as debêntures de Localiza, que apresentaram fechamento de *spread*. O destaque negativo foram as debêntures da CPFL Energia.

Desde a alteração do regulamento no início de 2018, quando passou a seguir a estratégia de alocação em crédito privado, o fundo tem meta superar o CDI no longo prazo.

DLM Conservador Advisory Icatu

Aberto para captações		
PL atual	R\$ 41.144.804,80	
Rentabilidade	Fundo	% CDI
No mês	0,3%	88,8%
Nos últimos 12 meses	5,1%	85,7%
Desde o início*	8,8%	91,8%

*Início do fundo em 13/06/18

Fundo que tem como objetivo proporcionar rentabilidade superior ao CDI por meio de investimentos em debêntures e títulos de alta qualidade (*high grade*). A estrutura de gestão, neste caso, é bastante similar à do DLM Hedge Conservador II FIRF CP, ajustadas às regulamentações da Susep.

DLM Conservador Advisory XP Seguros

Aberto para captações		
PL atual	R\$ 6.115.986,59	
Rentabilidade	Fundo	% CDI
No mês	0,3%	69,1%
Nos últimos 12 meses		
Desde o início*	3,5%	88,4%

*Início do fundo em 26/04/19

A estrutura de gestão, neste caso, também é bastante similar à do DLM Hedge Conservador II FIRF CP, ajustadas às regulamentações da Susep. Com o objetivo de proporcionar rentabilidade superior ao CDI por meio de investimentos em debêntures e títulos de alta qualidade (*high grade*), o fundo passa por um ótimo momento para captação, já que é um fundo jovem e seu PL está sendo formado em um momento de boas oportunidades nos mercados primário e secundário.

DLM Invista Gestão de Recursos
+55 31 3347-8012 | ri@dlminvista.com.br

MATERIAIS EM DESTAQUE

Caro parceiro,

A DLM Invista tem atuado ativamente na divulgação de materiais para prover transparência e informar o investidor. Para se manter informado sobre o que acontece no mercado de Renda Fixa, siga nossa página no **LinkedIn**:

www.linkedin.com/company/dlm-invista



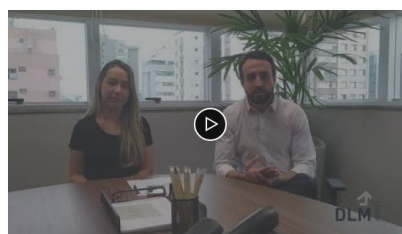
[Vídeo – Live com André Bona – Crédito Privado no Brasil \(12/11/19\)](#)



[Vídeo – Live com a Levante – É o fim da renda fixa? \(05/11/19\)](#)



[Vídeo – BTG Pactual – Entrevista com o gestor \(04/11/19\)](#)



[Vídeo – DLM Hedge Conservador – Reabertura e Estratégia \(29/09/19\)](#)



[Relatório – Juros baixos e seu impacto na renda fixa \(29/10/19\)](#)



[Relatório – Debêntures incentivadas em novo cenário \(24/10/19\)](#)



[Mídia – DLM e Trafalgar se juntam em novo fundo \(23/09/19\)](#)



[Vídeo – Banco Inter – Vale a pena investir em Renda Fixa? \(29/08/19\)](#)



[Vídeo – Órama Investimentos – Bate papo com o gestor](#)
(31/07/19)



[Vídeo – RB Investimentos – Conversa de Especialista](#)
(08/07/19)



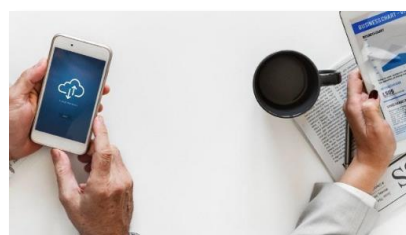
[Vídeo – Easynvest – Investir sozinho ou em um fundo?](#)
(04/07/19)



[Vídeo – Canal MyNews – Juros em queda, oportunidades em alta](#)
(02/07/19)



[Vídeo – Banco Inter – Conheça a DLM Invista](#)
(12/04/19)



[Artigo – Fundos: os efeitos positivos da desintermediação de crédito](#)
(04/04/19)



[Vídeo – CEO Conference – Entrevista Marcelo Domingos](#)
(02/04/19)



[Vídeo – Levante – O que o Conservador tem](#)
(20/03/19)

Signatory of:



Esse material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela DLM Invista Gestão de Recursos LTDA, não significando oferta de venda dos fundos de investimento geridos pela empresa. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou Fundo Garantidor de Crédito - FGC. Os fundos geridos pela DLM Invista Gestão de Recursos utilizam estratégias que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Os indicadores econômicos são meras referências econômicas, e não metas ou parâmetros de performance. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo 12 (doze) meses. Leia o Formulário de Informações Complementares, Lâmina de Informações Essenciais e o Regulamento antes de investir. Todos os documentos, como Regulamento, Formulário de Informações Complementares e Lâmina de Informações Essenciais podem ser encontrados em www.dlminvista.com.br/asset/