

# ESTRATÉGIAS RIO BRAVO

## COMEÇANDO COM O PÉ ESQUERDO

JANEIRO 2016

Todo mês de janeiro ainda parece pertencer ao ano anterior, este ainda mais. Os recessos parlamentar e do judiciário dão a impressão de certa calma no campo político, que durará apenas até o carnaval

passar. O impeachment está à espera dos esclarecimentos das decisões do STF, que deve decidir inclusive sobre Eduardo Cunha, enquanto as ações no terreno do TSE terão seus prosseguimentos. →



## COMEÇANDO COM O PÉ ESQUERDO

→ A crise econômica, por seu turno, não teve recesso, e os dados consolidados para o ano completo de 2015 confirmam a maior queda do PIB desde 1990 e o pior biênio desde a crise de 1929. O mesmo ocorre com o desemprego, as contas públicas e mesmo a inflação, que voltou aos dois dígitos, agora mais firmemente depois da demonstração da apatia do Banco Central. O novo velho ministro da Fazenda tenta agradar à presidente e às bases do PT com medidas inócuas enquanto mantém um discurso superficial de austeridade fiscal. Uma de suas primeiras medidas foi o pagamento das “pedaladas” fiscais, uma operação que produz mais perguntas do que soluções.

Na verdade, para um olhar mais treinado, 2016 já começou estranho. Não houve calma-ria entre as festas de fim de ano e o carnaval.

Os últimos dias do ano passado foram reservados para a criação de novas leis no Planalto. Aproveitando o êxodo ocasionado pelo recesso, a presidente pode se dedicar a temas que o cotidiano não lhe permite dar atenção como decretar a criação de prêmios, honrarias e indultos. Mais importante para a política econômica, contudo, foi a assinatura de uma medida provisória liberan-

do recursos decorrentes de “superávit financeiro” para os pagamentos das pedaladas. Talvez esteja aqui a demonstração da existência do “vento encanado”: tais “superávits”, na linguagem da Lei 4.920/64, referem-se a “empenhos” não inteiramente gastos no exercício a que se refere a dotação orçamentária e que, em geral, podem e devem ser utilizados no exercício seguinte no mesmo programa. Na verdade, a lei determina que esses superávits apenas possam ser utilizados no mesmo programa, do contrário seria como um remanejamento ou um contingenciamento de programas já pela metade.



*Os dados consolidados para o ano completo de 2015 confirmam a maior queda do PIB desde 1990*

Pois bem, foi isso o que fez a MP 704/15, que liberou o uso de “superávits financeiros” para pagamento de despesas primárias em 2015. As “pedaladas” (empréstimos irregulares do governo com bancos públicos e com o FGTS) totalizaram R\$ 72,4 bilhões e o governo usou quase R\$ 29 bilhões dos “superávits financeiros” de exercícios anteriores para quitar suas dívidas.



## COMEÇANDO COM O PÉ ESQUERDO

Esse é um de muitos temas técnicos, ligados à dinâmica orçamentária, que ganharam proeminência depois que o TCU condenou as contas do governo federal em razão das “pedaladas” e o tema adquiriu conteúdo político explosivo. São múltiplas as frentes, dentre as quais passa a se destacar a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, onde há uma proibição constitucional expressa na Constituição (Art. 164). O inchaço da caixa do Tesouro, dos resultados “cambiais” do BC, e o crescimento das operações compromissadas prenunciam uma nova e complexa frente de dificuldades para o governo.



*O ano de 2016 já começou estranho*

Ainda na ânsia arrecadatória, o Executivo editou no final de setembro a MP 694 que alterava, originalmente, a regra do juro sobre o capital próprio e os benefícios fiscais da indústria química. Durante sua tramitação, e também no apagar das luzes do ano, o relator da medida, senador Romero Jucá (PMDB – RR), tentou forçar a aprovação de seu relatório com escopo muito maior do que o texto original ao adicionar um novo capítulo que

praticamente reescreve a tributação de títulos e fundos de investimento no Brasil, com potenciais efeitos desastrosos para o nosso já enfraquecido mercado de capitais.

Mais especificamente, a proposta de alteração da tributação de instrumentos de financiamento imobiliário, em um momento de profunda recessão, chama a atenção como uma medida inapropriada, de pouco potencial arrecadatário e de grandes efeitos sobre os investimentos do setor.

O tamanho do problema explica a quantidade e a atrapalhação no terreno das medidas tributárias.



*Pelo segundo ano consecutivo, o governo teve déficit primário*

Pelo segundo ano consecutivo, o governo teve déficit primário, e a média dos resultados de 2014 e 2015, 1,2% do PIB, é um bom indicador, pois mais da metade do déficit do ano passado veio do pagamento das “pedaladas” dos outros exercícios. Ano passado, o resultado primário negativo foi de R\$115



## COMEÇANDO COM O PÉ ESQUERDO

bilhões, sendo R\$ 72 bi fruto das “pedaladas”. A receita do governo central caiu 5,5% e as despesas cresceram 2,4%, com queda superior a 30% dos investimentos. A conta de juros chegou a incríveis 8,5% do PIB, de longe a maior do mundo, com forte impacto dos swaps cambiais, e levou o déficit nominal do consolidado do setor público para mais de 10%. O ministro Nelson Barbosa continua prometendo superávit primário de 0,5% do PIB este ano, mas, para conseguir, o governo precisa “encontrar” mais de R\$ 150 bilhões, sem considerar o crescimento dos gastos já contratados para 2016, como o aumento do salário mínimo e dos benefícios previdenciários. Não parece haver teto para a dívida bruta, que atingiu em dezembro 66% do PIB e no final deste ano estará perto de 75%.

A perda de controle das contas públicas atingiu a confiança e a expectativa do setor privado e, nesse caso, não parece haver piso para os indicadores dos diversos setores da economia brasileira. A indústria teve o segundo ano de contração em 2015, o setor de

serviços caiu em novembro mais de 6% em relação a 2014 e, não fosse a ajuda da queda das importações, o PIB no terceiro trimestre seria 7,5% também na comparação anual. O emprego respondeu da forma esperada com as defasagens usuais, passou de 5% para 8% ano passado e deve passar de 12% em 2016.

Diante da situação só vista em países em crise profunda, é compreensível que um governo de orientação intervencionista se sinta obrigado a tomar medidas para reanimar a economia como se o “espírito animal” dos empresários pudesse ser moldado às vontades do governo. A analogia utilizada pelo ministro da Fazenda em Davos, de onde saiu ofuscado pelas novidades na Argentina, é reveladora. Ao descrever o programa de estímulo por meio de crédito subsidiado do BNDES, BB e FGTS, repetindo as receitas esquerdistas dos últimos anos, Barbosa disse que vai “levar o cavalo à água para ver se ele quer bebê-la”. Seria fácil se o problema hoje fosse falta de oferta de crédito. O novo pacote deve fracassar mais uma vez.



O ano de 2015 foi marcado por enormes desafios para o mercado de crédito, tanto para credores como para devedores. Em essência, o setor bancário adotou postura conservadora, concentrando-se na reestruturação/rolagem de operações já em carteira e na redução dos limites de crédito junto a seus devedores.

O comportamento do mercado de capitais não foi diferente, representando o difícil momento em que a indústria brasileira de crédito se encontra. Em 2015, apenas empresas cujo rating de crédito é igual ou superior a AA- conseguiram fazer novas emissões de debêntures e os spreads de crédito corporativo subiram, em especial mais para o final do ano. Como reflexo desse cenário, o volume emitido pelas empresas brasileiras em 2015 (R\$ 58 bilhões), segundo dados da Anbima, foi 23% inferior ao volume emitido em 2014 (R\$ 75 bilhões).

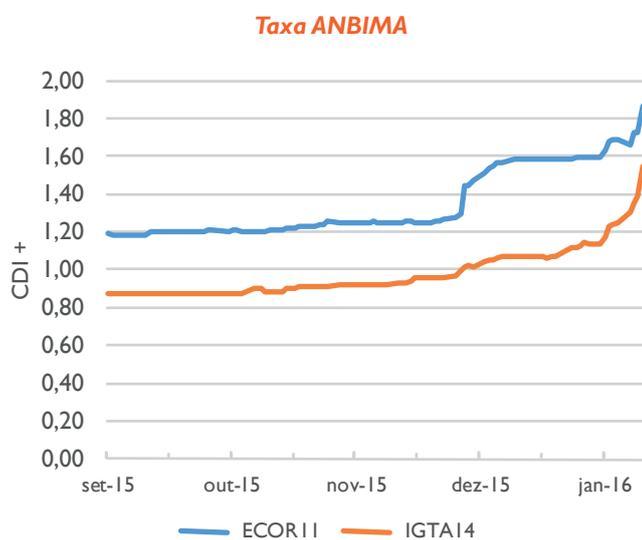
Como exemplo, a BR Malls (AA Fitch / Aa2 Moody's), maior administradora de shoppings do Brasil, cancelou a captação da 5ª emissão de debêntures (R\$ 200 MM / três anos / remuneração de 114% do DI) após roadshow, quando investidores indicaram preferir um prazo mais curto (dois anos) e uma remuneração maior. A taxa, que em

outros tempos poderia ser considerada bastante atrativa, não conquistou o mercado, que tem visto outros emissores como CCR (Aa2 Moody's / AA S&P / AA Fitch) e Neoenergia (AA+ S&P) emitirem títulos a taxas de 124% do CDI e Localiza (Aa1 Moody's / AAA S&P / AAA Fitch) a 113,9% do CDI. Em 2013, na última vez em que acessou o mercado de capitais, a CCR emitiu à taxa de 106,5% do CDI. Já a Localiza, ainda em 2015 (abril), realizou uma emissão à 109,2% do CDI. A Neoenergia não acessou o mercado do capitais nos últimos três anos.

O movimento de alta das taxas de emissões de debêntures no mercado primário, que acentuou-se ao longo do segundo semestre de 2015, pôde ser percebido também no mercado secundário de debêntures. No Brasil, onde os principais detentores de debêntures são investidores institucionais (fundos de investimento, fundos de pensão etc) que, após a compra, tendem a carregar o papel até seu vencimento, o mercado secundário de emissões corporativas ainda é pouco líquido. Isso pode tornar as referências de preços às vezes mais difíceis de se interpretar. Entretanto, parece que nos últimos dois meses o mercado “acordou” para a precificação dos ativos no secundário. Dois ativos que ilustram o ajuste de marcação a mercado são ECOR II, emiti-

## CRÉDITO

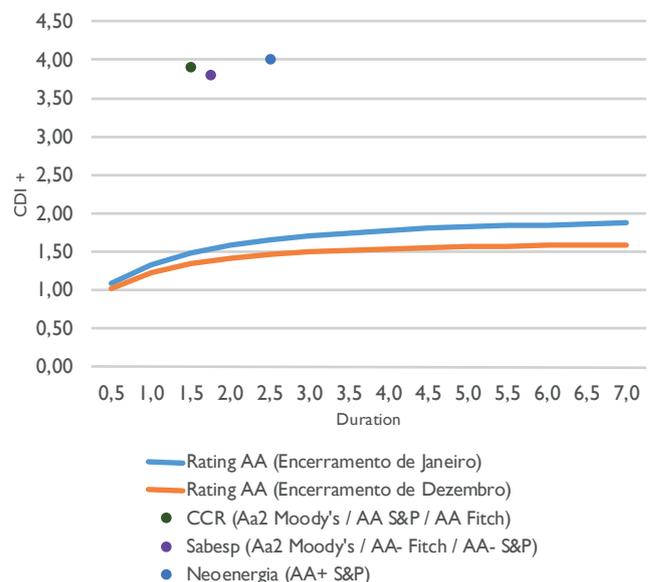
do pela concessionária Ecorodovias (Aa1 Moody's – vencimento em 2018), responsável pela operação de rodovias como Imigrantes e Anchieta, e IGTA14, emitida pela administradora de shoppings Iguatemi (AA+ Fitch – vencimento em 2020):



A Anbima divulga diariamente referências de curvas de crédito para debêntures indexadas a Percentual do CDI, CDI + Spread e indexadas a IPCA + Spread. Tais curvas são construídas a partir dos valores de marcação das debêntures monitoradas pela associação, que refletem o prêmio de risco destes ativos sobre a curva soberana para diferentes níveis de risco (Rating AAA / Rating AA / Rating A). Ao longo do mês de janeiro, percebe-se abertura de 20 bps para os durations de três anos nos níveis de rating AA (25 bps para cinco anos) nas curvas publicadas pela

ANBIMA. Mesmo assim, as curvas divulgadas pela ANBIMA permanecem ainda descoladas das taxas verificadas em emissões recentes (vide gráfico abaixo).

**Curva de Crédito ANBIMA**



Esperamos que o movimento de ajuste para cima das taxas no mercado secundário se mantenha até que estejam mais próximas das taxas observadas nas emissões primárias mais recentes. Apesar da marcação a mercado impactar a rentabilidade desses ativos no curto prazo, vemos o ajuste como positivo em termos de eficiência de mercado, com os ativos no secundário refletindo o preço nas atuais condições do mercado de crédito e melhor ancorando as taxas de negociação de ativos no secundário às novas taxas de emissão dos ativos.



Em Janeiro, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de -5,4% contra -6,8% do Ibovespa. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 353,2%, ou 445,3% do benchmark, Ibovespa.

## ITAÚ UNIBANCO

Mantemos uma posição em Itaú há oito anos e já o mencionamos em diversas edições desta carta. Na última, há sete meses, comentamos que o cenário estava repleto de nuvens carregadas mas que pelo baixo valuation (8,5x lucro) seguiríamos investidos nestas ações com nível máximo de cautela.

Foi por essa cautela que há cerca de três meses reduzimos a posição à metade, por vislumbrar uma queda de lucro para 2016 que ainda não parecia consenso.

Hoje, muito pouco tempo depois, a ação negocia a preço quase 20% inferior e nos convida a outra reflexão: não seria a oportunidade para recompor esta posição?

O noticiário no período foi muito negativo. A recessão brasileira se aprofunda a cada dia, inflação e desemprego seguem tendências

alarmantes e o governo volta a dar tenebrosos sinais na condução das políticas econômicas.

Porém, agora já é consenso que haverá queda de lucros para os grandes bancos em 2016 e, após a queda, as ações negociam a múltiplos que há muito não se via. Itaú hoje a cerca de 1,2x o valor patrimonial atingiu um patamar registrado no auge do stress eleitoral de 2002, quando se acreditava que o Brasil iria à bancarrota com a eleição do PT. O múltiplo de lucro é de menos de 7x, patamar que só foi atingido nos poucos dias de circuit-breaker em 2008.

Para o Bradesco, os números chamam ainda mais atenção. O múltiplo de valor patrimonial é exatamente de 1x, também um patamar só atingido na crise de 2002. Mesmo com um baixo payout, o múltiplo de lucro é



## RENDA VARIÁVEL

tão baixo que já se visualiza um dividend yield de 7% para esta ação, um percentual que até pouco tempo era típico apenas de geradoras de energia elétrica (que tipicamente não têm crescimento).

Há uma boa visibilidade sobre juros, spreads, receitas de serviços e despesas. A enorme dúvida para 2016 é qual será o tamanho das perdas com créditos. Por tudo que vemos, sabemos que serão grandes. Porém, para derrubar o lucro desses dois grandes bancos à metade, digamos, as perdas precisariam se multiplicar por cerca de 2,5x a partir dos atuais patamares. Não há registro de nada próximo disso.

Acreditamos que seria justificado Itaú e Bradesco negociarem abaixo de valor patrimonial apenas se houvesse a percepção de um rombo em seus balanços, que erodisse o

patrimônio dos acionistas. Acreditamos que isso também seja algo remoto.

Assim, a cerca de 1x o valor patrimonial, enxergamos uma assimetria favorável ao investimento nos dois grandes bancos privados. A alta da inadimplência será grande; porém, cremos, administrável e temporária dado que as carteiras dos bancos são curtas e velozmente renovadas. Além disso, se o Brasil voltar a flertar com elevada inflação, acreditamos que os bancos estão entre os mais bem preparados para lidar com isso. O sistema bancário brasileiro será testado; ao menos um dos três grandes bancos federais provavelmente necessitará de uma capitalização e os grandes privados poderão sair fortalecidos voltando a ganhar market share. Não acreditamos em rápida apreciação destas ações, o que este momento parece oferecer é um valuation de entrada seguro para um rentável investimento de longo prazo.



## O mercado e os fundos imobiliários

Conforme abordamos na carta anterior, o final de 2015 foi marcado pela instabilidade e volatilidade no valor das cotas dos Fundos Imobiliários no mercado secundário (BM&FBovespa) em função da tentativa de votação “às pressas” da Medida Provisória 694 que retiraria a isenção do Imposto de Renda sobre os rendimentos distribuídos pelos Fundos às pessoas físicas.

Essa insegurança fiscal resultou na maior desvalorização em um dia do Índice de Fundos Imobiliários da Bolsa, o IFIX, desde seu início: -4,86%. Até então, sua maior desvalorização em um único dia havia ocorrido em junho de 2013, quando caiu 2,60%. Além disso, o volume financeiro negociado em dezembro, foi de R\$ 804 milhões contra a média de R\$ 412 milhões de janeiro a novembro de 2015.

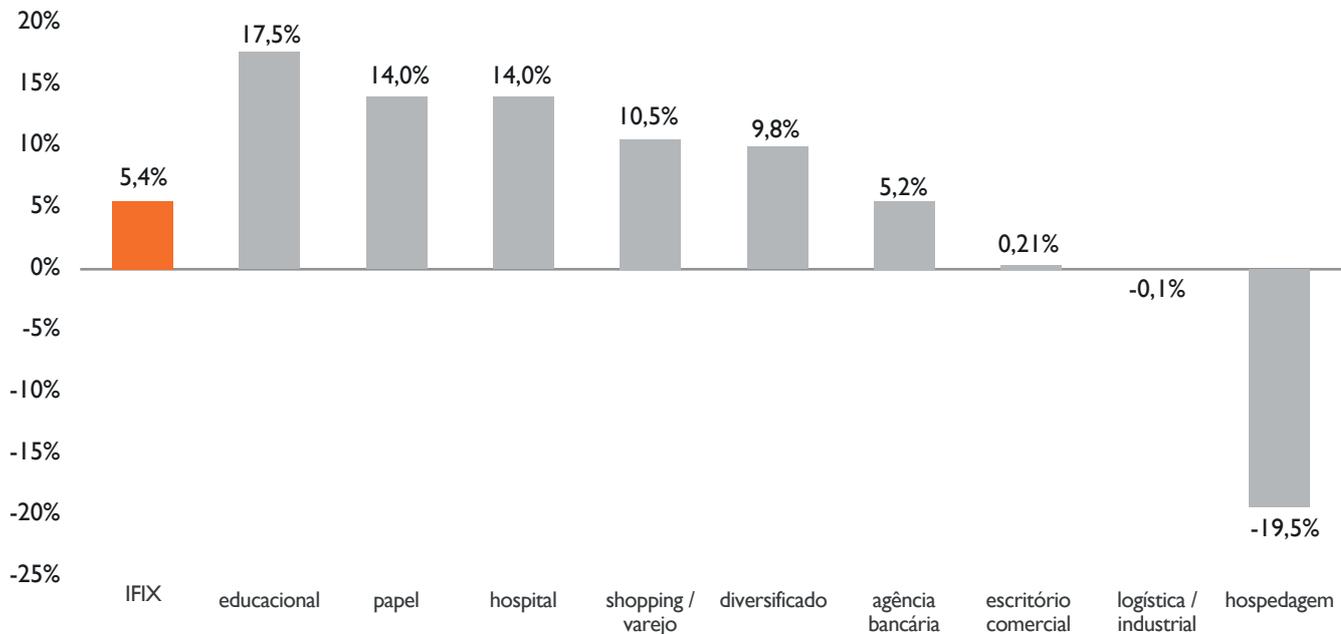
Podemos dizer também que, assim como 2014, o ano de 2015 foi difícil para o mercado imobiliário, posto que a vacância em escritórios na cidade de São Paulo saltou de 16,3% para 21,3% durante o ano, e na cidade do Rio de Janeiro passou de 11,4% para 14,8%, de acordo com a consultoria

imobiliária NAI Dworking. Em dezembro de 2013, as vacâncias em São Paulo e Rio de Janeiro eram de 15% e 6,9%, respectivamente. Para termos ideia de representatividade, a vacância das duas cidades atualmente totaliza mais de 1,2 milhões de m<sup>2</sup> de escritórios vazios. Como referência, esta área é capaz de acomodar mais de 120.000 trabalhadores.

Apesar dessa dificuldade provocada pela falta de demanda de espaços pelas empresas e pelo alto número de obras entregues durante o ano, se não fosse pela instabilidade fiscal gerada pela MP, teríamos chegado ao final de 2015 com as cotas dos Fundos, de certa forma, estáveis e o retorno total do IFIX próximo ao volume de rendimentos distribuídos pelos FIs: entre 9% e 10% no ano.

Analisando ainda a performance dos Fundos por segmento, podemos verificar que alguns se destacaram em 2015, como os fundos educacionais, de papéis e de hospitais. No gráfico a seguir, demonstramos a performance de cada um dos segmentos que compõem o IFIX e seus respectivos retornos.

## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS



Ainda que existam segmentos com melhor performance, existiram FIs com boa performance em diversos segmentos, sendo que 18 deles superaram o CDI (13,24%) e 25 o IMA-B (8,88%).

Generalizando, esses fundos tiveram boa performance em função de redução de vacâncias relevantes quando comparado a 2014 (como exemplo, o CEO Cyrela que celebrou contrato de locação com a TIM e reduziu seu espaço vago de 100% para 0%), performance operacional consistente e alguns Fundos de papéis, que, por possuírem parte relevante de sua carteira atrelada a títulos indexados ao CDI, auferiram bons retornos por conta da alta taxa de juros.

Como podemos verificar, há diversos Fundos resilientes e com ótimos retornos em 2015. Na ponta negativa, dos 69 FIs que compõem o IFIX hoje, 20 tiveram retorno total negativo.

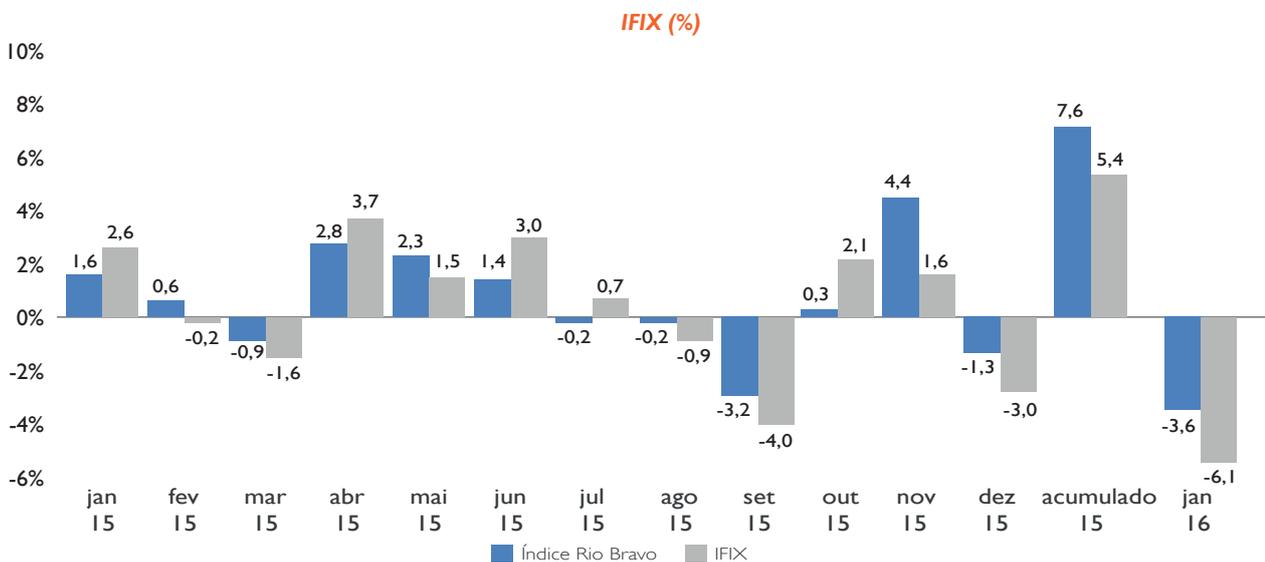
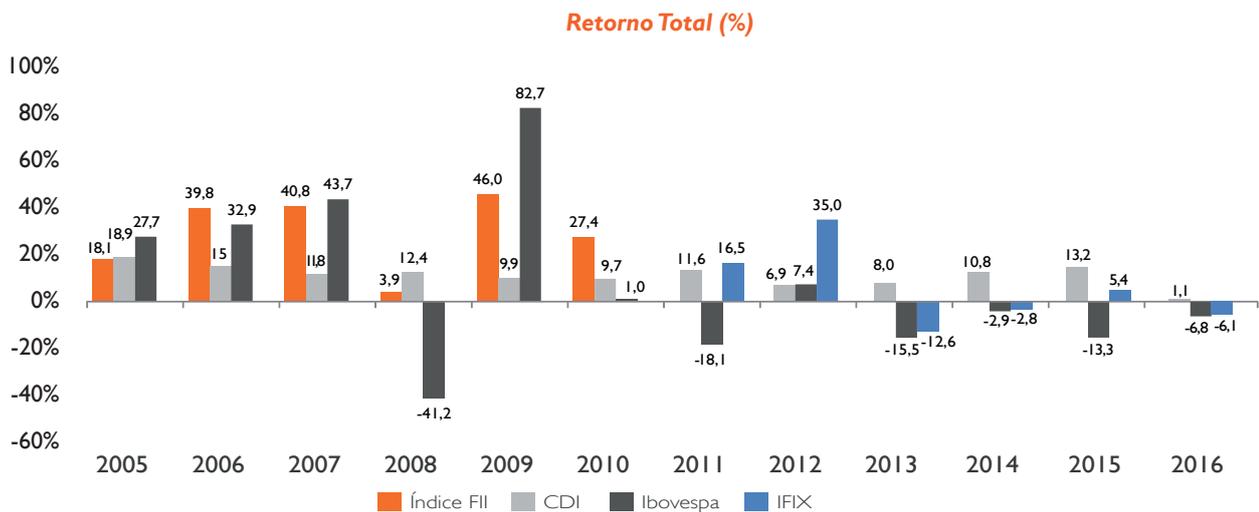
Para 2016, esperamos certa volatilidade no mercado secundário no início do ano em função da MP que ainda não foi definida. No entanto, a boa notícia é que, mesmo que a isenção do Imposto de Renda sobre a distribuição de rendimentos seja retirada, o último texto submetido preservava o estoque atual de Fundos. Caso a retirada do benefício fiscal não seja aprovada, devemos esperar um ano melhor em 2016 para os Fundos Imobiliários que 2015.

## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

### IFIX

No gráfico a seguir, é possível verificar, mês a mês, o retorno total do IFIX, assim como uma carteira teórica elaborada com os FIIs administrados pela Rio Bravo disponíveis para negociação na

BM&FBovespa. No segundo gráfico, o comparativo do retorno total em cada ano, desde 2005 até janeiro de 2016, entre CDI, Ibovespa, IFIX e índice FII – elaborado pela Rio Bravo e utilizado para séries anteriores à criação do IFIX.





## Entramos no período de rebalanceamento das carteiras.

No começo de 2015, já trabalhávamos com expectativas gerais que se materializaram. A economia real mostrava fraqueza, enquanto a inflação se mantinha forte e persistente. Com a indicação de Joaquim Levy para o Ministério da Fazenda parecia possível, se não provável, uma atuação eficiente nos âmbitos fiscal e econômico mesmo em meio a cenário político conturbado.

Até o primeiro período de rebalanceamento, em julho de 2015, os ativos financeiros apresentaram comportamento adequado. Enquanto o real se desvalorizava, o efeito nos juros, bolsa e fundos imobiliários ainda era tímido. Havia esperança de melhora no ar.

Tudo mudou no final de julho, quando o anúncio sobre meta fiscal mostrou que o ministro perdia força e as condições necessárias para combater o cenário de deterioração. Como resultado, as agências de crédito internacional retiraram o grau de investimento do país, os mercados diversos reagiram de acordo e a realidade finalmente afetou a precificação de ativos.

A estratégia de diversificação das carteiras se

provou em linha com as metas de retorno, entregando performance acima da inflação mesmo quando abaixo do CDI. Chegamos, então, no momento de rebalancear os portfólios.

Dentro dos fundos diversificados, as alocações continuam focando em liquidez, crédito privado de alta qualidade e, dado o cenário macro e prêmios na curva de juros, em títulos públicos pré-fixados e indexados à inflação de curto e médio prazos. As perdas na bolsa brasileira (-13,31% em 2015 e queda adicional de 6,79% em janeiro de 2016) sugerem um aumento de alocação na classe de ativos, ainda marginal e sempre consistente com o perfil dos cotistas, com proteção na forma de exposição cambial e opções.

Diretamente em classes de ativos, o foco do rebalanceamento estará nos fundos imobiliários. Com as taxas de juros subindo e atividade econômica extremamente fraca, volatilidade maior acabou também sendo observada nos fundos imobiliários, com o IFIX, índice que acompanha os principais fundos imobiliários, subindo apenas 5,46% em 12 meses, contra 13,24% do CDI.



## MULTI-ASSETS & PORTFOLIOS

Na virada do ano, o governo alterou a Medida Provisória 694 para incluir tributação de diversos ativos financeiros antes isentos. E assim, os imobiliários sofreram ainda mais. O IFIX cedeu 6,11% em janeiro, gatilho para a realocação.

A MP 694 ainda será levada a plenário em fevereiro, mas é prudente assumir que passará. O texto corrente, alterado ao longo das últimas semanas, protege (mantém a isenção) os fundos existentes desde que estes estejam investidos em ativos reais no setor. Em cenário de incerteza, volatilidade e baixa liquidez, esses fundos também sofreram fortes correções que chegaram à 20%, na prática precificando tributação de rendimentos e deterioração adicional das condições dos ativos em carteira. Focaremos em grupo de fundos que hoje negociam nas mínimas históricas e oferecem excelente relação risco x retorno e upside, papel importante do rebalanceamento para a rentabilidade de médio e longo prazos dos portfólios.

## Exposição na Europa

Renda variável na Europa não foi poupada pela aversão a risco e medo de recessão mundial. O FTSE ex-UK cedeu no mês 6,38%, em linha com os principais índices mundiais.

O Euro, por sua vez, parece preso em um range de 1,06 a 1,10 contra o dólar americano. A “ameaça” da paridade das moedas se mostra mais distante por dois fatores: 1) O Banco Central Europeu e seu Quantitative Easing não parecem ter força suficiente para desvalorizar a moeda; e 2) Com a sombra da situação mundial corrente, um dólar mais forte fere a competitividade dos exportadores americanos.

Apesar da aversão a risco, investidores individuais e institucionais aproveitam - ainda de forma tímida, é verdade - para alocar na região com preços mais atrativos.

	Crédito			Renda Variável		MultiAssets							Índices					
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Inflação FIRF	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Fundamental SMC FIA	Rio Bravo Multi Estratégia FIC FIM	Rio Bravo Juros FIC FIRF Crédito Privado	Rio Bravo Valor Institucional FIC FIA	Rio Bravo Mercados Emergentes FIM CP	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Absolute Yield FIC DE FIM CRED PRIV IE	Rio Bravo Portfólio Diversificado I	CDI	Ibovespa	IGP-M + 6%	SMLL	IMA - B	Dólar
janeiro 16	1,06	1,01	1,34	-5,42	-12,64	1,63	2,06	-2,54	0,48	-0,51	1,25	1,04	1,05	-6,79	1,38	-8,53	1,91	3,53
dezembro 15	1,12	1,11	1,53	3,58	0,66	0,72	1,05	-1,50	-0,08	0,07	0,82	1,02	1,16	-3,92	1,11	-5,27	1,52	1,41
novembro 15	1,11	1,01	0,89	0,10	0,70	1,38	0,91	-0,64	0,50	1,35	0,95	1,06	1,06	-1,63	1,69	-1,98	1,03	-0,22
outubro 15	1,09	1,06	1,67	4,05	-6,50	0,96	1,33	1,56	-0,22	3,20	1,71	1,29	1,11	1,80	2,34	5,45	2,58	-2,87
setembro 15	1,06	1,07	0,46	-1,91	-1,25	0,76	-1,09	-1,92	7,36	-2,96	0,34	0,28	1,11	-3,36	1,41	-2,71	-0,68	8,95
agosto 15	1,05	1,07	-0,08	-8,00	-8,91	0,28	-1,43	-6,65	3,77	-2,23	0,56	-0,55	1,11	-8,34	0,77	-9,13	-3,11	13,43
julho 15	1,22	1,13	1,03	-2,17	-1,92	2,29	0,68	-2,29	9,68	-0,53	1,27	1,43	1,17	-4,17	1,23	-3,75	-0,73	3,62
junho 15	1,04	1,03	0,80	-2,35	-3,50	0,46	0,30	0,90	-4,49	-1,18	1,19	0,72	1,06	0,61	1,15	-1,17	-0,27	-2,40
maio 15	0,99	0,95	1,18	-4,76	-2,18	1,13	1,62	-3,33	5,71	-0,35	0,86	0,98	0,98	-6,17	0,91	-2,38	2,57	6,19
abril 15	0,96	0,91	1,06	5,67	3,94	0,11	1,27	4,77	-3,29	2,98	1,21	1,56	0,95	9,93	1,62	3,04	2,44	-6,68
março 15	1,03	0,99	0,82	-2,16	-1,54	1,82	0,28	1,94	9,84	-0,66	1,22	0,74	1,03	-0,84	1,47	0,89	-0,28	11,67
fevereiro 15	0,79	0,79	0,81	4,27	1,54	1,44	0,69	4,96	7,89	1,01	0,75	1,97	0,82	9,97	0,71	5,65	0,54	7,91
Ano	1,06	1,01	1,34	-5,42	-12,64	1,63	2,06	-2,54	0,48	-0,51	1,25	1,04	1,05	-6,79	1,38	-8,53	1,91	3,53
12 meses	13,26	12,84	12,12	-9,69	-28,34	13,77	7,90	-5,24	42,34	0,00	12,81	12,13	13,37	-13,86	16,97	-19,25	7,61	51,85
24 meses	26,24	24,57	29,09	-15,73	-31,26	23,30	23,08	-10,44	57,42	5,98	N/A	N/A	25,73	-15,18	28,90	-35,56	30,43	66,62
36 meses	36,19	34,45	N/A	-24,15	-34,26	28,16	16,46	-23,26	N/A	N/A	N/A	N/A	36,20	-32,39	44,39	-50,16	31,64	103,33
48 meses	47,67	44,53	N/A	-7,39	N/A	43,47	37,07	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	47,21	-35,94	65,13	-40,57	51,55	132,47
60 meses	65,79	60,61	N/A	-10,04	N/A	59,31	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	64,33	-39,31	83,00	-41,47	77,18	141,59
Desde o início	113,18	116,80	26,13	353,19	-26,98	100,06	21,39	-14,38	59,57	0,55	25,95	13,29						
PL médio * (R\$Mil)	152.373	47.447	17.589	45.730	59.746	8.652	18.070	5.336	11.796	14.117	23.624	23.277						
PL Atual (R\$Mil)	138.935	44.395	13.553	27.765	46.632	3.734	15.514	3.828	9.650	13.922	26.836	34.594						
Data de início	14-ago-08	27-dez-07	27-fev-13	8-set-04	17-mai-12	3-nov-08	10-jun-13	16-abr-12	11-dez-13	12-mar-13	18-mar-14	09-out-14						
Taxa de administração (aa)	0,45%	0,35%	0,65%	2,00%	1,50%	0,20%	0,10%	0,50%	1,75%	1,10%	0,50%	0,00%						
Taxa de performance (aa)	-	-	20% do que exceder 100% do IMA-B	20% do que exceder IBOVESPA	20% do que exceder SMLL	10% do que exceder CDI	10% do que exceder IMA-Geral	10% do que exceder IBOVESPA	10% do que exceder JPMorgan EMBI Global	-	10% do que exceder CDI	-						

\* Patrimônio líquido médio nos últimos 12 meses



## RIO BRAVO INVESTIMENTOS

### **Mario Fleck**

Chief Executive Officer  
mario.fleck@riobravo.com.br

### **Gustavo Franco**

Estrategista-chefe  
gustavo.franco@riobravo.com.br

### **Paulo Bilyk**

Chief Investment Officer  
paulo.bilyk@riobravo.com.br

### **Rafael Alves Rodrigues, CFA**

Diretor  
Renda Variável  
rafael.rodrigues@riobravo.com.br

### **Alexandre Fernandes e Souza**

Diretor  
Crédito  
alexandre.fernandes@riobravo.com.br

### **Luiz Borges de Medeiros Neto**

Diretor  
Private Equity  
luiz.medeiros@riobravo.com.br

### **Anita Spichler Scal**

Responsável  
Investimentos Imobiliários  
anita.spichler@riobravo.com.br

### **Augusto Martins**

Responsável  
Investimentos Imobiliários  
augusto.martins@riobravo.com.br

### **Sílvio Junqueira Filho**

Responsável  
Infraestrutura  
silvio.junqueira@riobravo.com.br

### **Eduardo Levy**

Diretor  
Multi-Assets & Portfólios  
eduardo.levy@riobravo.com.br

### **Eros Dalhe**

Diretor de Operações  
eros.dalhe@riobravo.com.br

### **Rodrigo Gatti**

Diretor  
Compliance  
rodrigo.gatti@riobravo.com.br

### **Fabio Cardoso**

Editor de Conteúdo

## INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

### **Scheila Lofrano**

Diretora  
11-3509-6687  
scheila.lofrano@riobravo.com.br

### **Rafael Conrado**

11-3509-6689  
rafael.conrado@riobravo.com.br

## PERSONAL ADVISORY

### **Felipe Vaz Guimarães**

Diretor  
11-3509-6622  
felipe.guimaraes@riobravo.com.br

## INVESTIDORES INDIVIDUAIS

### **Julio Ortiz Neto**

Diretor  
11-3509-6618  
julio.ortiz@riobravo.com.br

Rio Bravo Investimentos S.A.  
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3.º andar  
04551-065 São Paulo SP Brasil  
Tel. (55 11) 3509-6600 / 2107-6600  
Fax (55 11) 3509-6699 / 2107-6699  
www.riobravo.com.br

Recomendações ao investidor: As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar seus recursos. Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. A Fundamental Investimentos Ltda. não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimentos tomadas com base neste material.

