

# ESTRATÉGIAS RIO BRAVO



## NO TÚNEL, E SEM LUZ

FEVEREIRO 2016

No mês de fevereiro, ressurgiu a crise política em toda a sua extensão, em especial a partir dos desdobramentos aparentemente inesgotáveis da Operação Lava-Jato. As descobertas em torno do ex-presidente Lula e a prisão de João Santana mantiveram o governo sob imensa pressão e pareceram trazer o noticiário econômico para um terreno

intermediário entre o secundário e o provisório. Bem mais discreto que seu antecessor, e não por acidente, o ministro Nelson Barbosa exibe um estilo diferente, mais voltado para dentro do governo, e sensível às reclamações dos aliados do Planalto, e cuja eficácia na implementação de um programa, qualquer que seja, não se consegue ainda aferir. →



## NO TÚNEL, E SEM LUZ

→ Na verdade, a identificação do ministro com a presidente parece tornar desnecessário o desenho de um programa econômico muito claro, como se passava com Joaquim Levy, que não pertencia aos círculos governistas. Todavia, o fato de Barbosa ser um ministro “da casa” não o livra de tensões. O ministro da Fazenda certamente se sente pressionado por Lula pessoalmente, eis que o ex-presidente parece cobrar uma reviravolta na economia (como se fosse possível, assim tão fácil) que o tirasse dos apertos em que se encontra. E o mesmo vale para o PT, que não consegue se alinhar com o ministro em linhas programáticas simples, e insiste em acomodar-se “na oposição”, inclusive através de um “Programa de Emergência” de teor heterodoxo bombástico que há tempos não se via.

É curioso como o afastamento do elemento estranho, Joaquim Levy, apenas produziu mais tensões dentro do campo de aliados ao governo.

O ministro Barbosa faz bem em sair do noticiário, pois desse jeito as críticas vão bater diretamente na presidente, que, exibindo coordenação com seu subordinado, não tem se desviado dos petardos e os tem respondido quando julgou necessário. A tensão entre

a presidente e seu partido, e conseqüentemente com o ex-presidente Lula, se elevou consideravelmente ao longo do mês, e apenas mostrou sinais de arrefecimento no dia 29 de fevereiro quando o ministro da Justiça, José Eduardo Cardozo, foi deslocado para a Advocacia Geral da União. Este movimento reconhecidamente atende aos insistentes pedidos do ex-presidente Lula e sua motivação, segundo a imprensa, é a intenção aberta de refrear as ações da Polícia Federal seja com relação a investigações sobre o ex-presidente, ou no contexto mais geral da Operação Lava-Jato.



*O afastamento de Joaquim Levy apenas produziu mais tensões dentro do campo de aliados ao governo*

Não deve haver dúvida de que essas razões são espúrias, e o fato de a presidente ter cedido a essas pressões é péssimo sinal, inclusive porque o próximo pedido muito provavelmente seria uma pirueta na economia.

A elevação da temperatura dos temas políticos deu a impressão de que a presidente desistiu da economia, ao menos por ora, o que fez lembrar a feliz expressão “feijão com



## NO TÚNEL, E SEM LUZ

arroz”, cunhada pelo ex-ministro Maílson da Nóbrega em 1987 quando assumiu o cargo e precisava reafirmar que não faria nada mais além de tocar os assuntos de rotina. Pois foi isso o que fez o ministro Maílson até que, certo tempo depois, o presidente José Sarney lhe encomendou um “choque heterodoxo”, que veio a ser o Plano Verão, a fim de assegurar que o governo não terminasse com uma hiperinflação. Nesse sentido, o plano quase não fracassa, pois a inflação superou os 50% mensais regulamentares, que definem a hiperinflação, apenas no mês de dezembro de 1989, exatamente quando ocorria o segundo turno das eleições presidenciais.



*A elevação da temperatura dos temas políticos deu a impressão de que a presidente desistiu da economia*

É difícil vislumbrar qualquer programa ou objetivo de médio prazo na gestão de Nelson Barbosa. Ele é membro de uma equipe que fará o necessário para que a administração Dilma Rousseff não naufrague, mesmo que seja por conta de ameaças que venham de assuntos totalmente alheios à economia. Num precedente interessante, em 1992,

quando ameaçado pelo “impeachment”, Fernando Collor montou um “ministério ético”, segundo a descrição da época, no âmbito do qual colocou Marcílio Marques Moreira para ocupar o ministério da Economia (na ocasião era a fusão da Fazenda com o Planejamento) e justamente para isolar a economia dos desdobramentos da crise política. Na prática, esse “isolamento” tinha duas exceções, os presidentes do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, de cujas verbas e cargos o presidente fazia uso para a sua sobrevivência política.

Desta vez, Nelson Barbosa não tem nenhum outro compromisso maior que sua lealdade à presidente. É incerto o que isso significa para a sua política econômica.

Em meio a essas incertezas, ao longo de fevereiro, ocorreram dois anúncios de downgrade do risco soberano brasileiro, pela S&P e pela Moody's, em ambos os casos levando a nota brasileira para dois degraus abaixo do grau de investimento. As cotações em mercado para o CDS do Brasil já estavam em nível compatível com a nova nota de crédito, de sorte que a reação do mercado foi apática, como ocorre no caso de notícia velha. De acordo como a S&P, o Brasil possui o mesmo rating de Bahrein, Bolívia, Croácia, Paraguai e



## NO TÚNEL, E SEM LUZ

Guatemala. Pela Moody's, o mesmo que Angola.

Vale acrescentar que, para ambas as agências, o outlook é negativo, ou seja, as expectativas são de piora, nada muito diferente do que parece ser a opinião predominante nos meios empresariais e acadêmicos.



*Em meio a essas incertezas, em fevereiro, houve dois anúncios (feitos pela S&P e pela Moody's) de downgrade do risco soberano brasileiro*

A inflação parece mais forte que o esperado, em vista da política monetária e da tibieza do nível de atividade. Nos últimos meses, o aumento sazonal dos preços de alimentos, especialmente forte este ano com as chuvas do El Niño, mais do que compensou a queda, ainda incipiente, dos preços de serviços. A inflação acumulada em 12 meses deve recuar com a redução das bandeiras tarifárias nos preços de energia. Já os indicadores de atividade e emprego parecem sempre piores do que se imagina, e em face dessa terrível com-

binação já se formam expectativas de redução de juros, assinalando uma profunda modificação na direção do vento no que concerne ao Banco Central.

A melhor das más notícias do mês, ou quem sabe a pior entre as boas, é a desenvoltura com que se movimentou e o sucesso de público e de crítica do novo presidente argentino Mauricio Macri. A receptividade dos mercados, inclusive a julgar pelos indicadores de risco soberano, é tão boa – o EMBI da Argentina caiu de 750bp em janeiro de 2015 para 500bps este mês, mesmo patamar do Brasil – que dá a impressão de que é fácil reverter as políticas heterodoxas e posturas anticapitalistas adotadas pelos argentinos durante vários anos. A facilidade é enganosa, como se observará mais adiante, quando toda extensão dos estragos deixados pelo casal Kirchner estiver mais claro. Resta viva, todavia, a mística do famoso “Efeito Orloff”, ou que a Argentina sempre antecipa as tendências brasileiras, e que em pouco tempo estaremos onde Macri hoje se encontra. Talvez seja esta a única explicação para uma certa condescendência com os ativos negociados nos mercados brasileiros a despeito do acúmulo de más notícias.



O mês de fevereiro foi marcado pelo rebaixamento dos ratings soberanos do Brasil pela Moody's (Baa3 para Ba2) e pela S&P (BB+ para BB). O movimento já era esperado, em especial a retirada do grau de investimento pela Moody's, que foi a última das três grandes agências internacionais a realizar este movimento.

Na S&P, o corte na nota de crédito soberano ocorreu também na escala nacional, de br.AAA para br.AA-. A escala nacional de ratings é relativa à capacidade de pagamento/qualidade de crédito no universo de risco de emissões nacionais. Tais ratings não são comparáveis com a escala global, nem com a escala nacional de ratings em outros países.

A S&P possui um mapping guideline para determinar equivalência entre o rating soberano global e o rating nacional máximo obtido por uma instituição (financeira ou corporativa). O guia é diferente entre países e regiões (Brasil, Argentina, Rússia, Sudeste Asiático, China etc.) e pode ser alterado caso o comitê julgue necessário, após mudanças relevantes no risco do país. No Brasil, o mapeamento é o seguinte:

**Brazil Mapping Table**

Global scale long-term local currency rating	National scale long-term rating	National scale short-term rating
BBB and above	brAAA	brA-1+
BBB-	brAAA	brA-1+
BBB-	brAA+	brA-1
BB+	brAA+, brAA	brA-1
BB	brAA, brAA-, brA+	brA-1
BB-	brA+	brA-1, brA-2
BB-	brA, brA-	brA-2
B+	brBBB+	brA-2, brA-3
B+	brBBB, brBBB-	brA-3
B	brBBB-	brA-3
B	brBB+, brBB, brBB-	brB
B-	brB+	brB
B-	brB, brB-	brC
CCC+	brCCC+	brC
CCC	brCCC	brC
CCC-	brCCC-	brC
CC	brCC	brC
C	brC	brC
R	R	R
SD	SD	SD
D	D	D

R - Regulatory supervision SD - Selective default D - Default

Assim, a escala define que o rating máximo no âmbito nacional deve estar entre br.AA, br.AA- ou br.A+ e ficou efetivamente estabelecido em br.AA- após o rebaixamento de fevereiro. Em alguns casos, de companhias pouco alavancadas ou com risco diversificado em outros países (Ex: Ambev), pode ocorrer atribuição de rating acima dos ratings nacionais. Entretanto, a metodologia impõe um rigoroso teste de stress para

## CRÉDITO

instituições financeiras, aplicando redução de cerca de 70% no valor da dívida soberana e 50% em demais créditos corporativos e somente bancos que passam por esse cenário com liquidez e Basileia positiva são capazes de manter rating acima do soberano. Como nenhum banco brasileiro passa por esse cenário, a nota máxima em escala nacional dos bancos também ficou definida em br.AA-.

A metodologia, entretanto, tem o efeito negativo de retirar a granularidade da escala nacional de ratings, gerando um achatamento da mesma e dificultando a diferenciação entre perfis de risco. Assim, após o rebaixamento soberano, estão concentrados em br.AA- os ratings do BNDES (antes AAA), Bradesco (antes AA+), Daycoval (antes AA) e Paraná Banco (que permaneceu em AA-).

Rating Soberano em BB+		Rating Soberano em BB	
AAA	CEF e BNDES	AAA	
AA+	Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Nordeste e Safra	AA+	
AA	Daycoval, Banco ABC, Banco Votorantim, Banrisul, BDMG	AA	
AA-	Paraná Banco e Banco do Estado do Pará	AA-	CEF, BNDES, Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Nordeste, Safra, Daycoval, Banco ABC, Banco Votorantim, Banrisul, Paraná Banco
A+	Banco Pine, China Construction Bank - Brasil e Haitong	A+	BDMG, Banco do Estado do Pará, Banco Pine, China Construction Bank - Brasil e Haitong
A		A	
A-	BTG Pactual, Banco Pan e BRB	A-	Banco Pan e BRB
BBB+		BBB+	
BBB	Banco Original	BBB	Banco Original
BBB-	Indusval e Intermedium	BBB-	BTG Pactual, Indusval e Intermedium
B+	Banco Mercantil do Brasil	B+	Banco Mercantil do Brasil
B		B	
B-	Banco Fibra	B-	Banco Fibra



## CRÉDITO

Acreditamos que a classificação fica, então, distorcida: apesar de certos bancos médios terem apresentado bons resultados recentes, enfrentam um desafio muito diferente dos bancos grandes privados (Bradesco e Itaú), que possuem mais receitas recorrentes por meio de tarifas e maior capacidade de absorver perdas devido à escala. Desse modo, apesar de incorrerem no mesmo risco macroeconômico, estão mais sujeitos aos riscos microeconômicos. Entretanto, com a menor granularidade da escala, bancos médios permanecem com o mesmo rating dos grandes bancos, pois, no nível imediatamente inferior, estão bancos ainda em consolidação no Brasil (Haitong e China Construction Bank – Brasil) e bancos públicos regionais com desempenho mais fraco (BDMG e Banpará).

Como a metodologia de ratings corporativos permite que empresas com atuação no exterior ou que combinem quesitos como alavancagem baixa, liderança de mercado e boa liquidez permaneçam acima de br.AA-, enten-

demo que a distorção nos ratings corporativos seja menor, ainda que tenha penalizado bastante empresas com atuação restrita ao Brasil, em especial nos setores de energia e concessões de infraestrutura.

A Moody's, que no encerramento de fevereiro também está no processo de revisão dos ratings nacionais, terá a mesma dificuldade com o achatamento da escala de ratings. Entretanto, nos primeiros comunicados divulgando o rebaixamento dos bancos nacionais, a agência chama a atenção para esta questão, destacando uma potencial recalibragem de ratings na escala global para a nacional.

É interessante notar, ainda, o efeito das diferentes metodologias entre as agências em algumas empresas / títulos de dívida. A debênture da Sul América foi rebaixada para br.BBB+ pela S&P em decorrência de sua elevada posição aos títulos públicos nacionais, mas mantém rating br.AA- pela Fitch.



Em fevereiro, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de -5,6% contra 5,9% do Ibovespa. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 327,9%, ou 364,7% do benchmark, Ibovespa.

## CIELO

Em 2016, o Rio Bravo Fundamental FIA acumula rentabilidade negativa de -10,7%, enquanto o Ibovespa retrocede -1,3%.

Nesta carta, abordaremos rapidamente uma nova tese de investimentos do nosso portfólio, a Cielo. Boa parte da população se depara com essa marca muito frequentemente, em estabelecimentos comerciais, ao inserir seus cartões nas “maquininhas” de captura.

Com cerca de 1,8 milhão de clientes varejistas espalhados pelo Brasil, a Cielo tem um negócio com significativas qualidades e vantagens competitivas. Suas receitas apresentam uma interessantíssima combinação de resiliência com crescimento – pelo incremento da penetração do uso dos cartões e, quando for o caso novamente, expansão do consumo/PIB. Além disso, por serem 1% do

volume transacionado, apresentam relação direta com o nível de preços – um interessante hedge à inflação, um tanto descontrolada nos últimos anos no Brasil. Tem-se, assim, um fluxo de caixa sólido e relativamente previsível.

A dispersão da base de clientes configura uma significativa barreira de entrada a novos competidores. O caso Santander GetNet ilustra bem isto: em cerca de seis anos, mesmo com a larga presença do 3º maior banco privado do Brasil e praticando preços inferiores, este serviço de aquisição chegou a apenas 9% de market share.

Por fim, merece destaque o negócio de antecipação de recebíveis da Cielo, uma fonte de resultado bastante contra-cíclica e propícia ao momento atual. Ao efetuarem suas vendas via cartão de crédito, os lojistas



## RENDA VARIÁVEL

recebem os valores com prazos de 30-40 dias, ou ainda mais no caso da venda em parcelas. Para cobrir suas necessidades de capital de giro, podem facilmente antecipar este fluxo junto a Cielo e receber imediatamente, em uma operação de baixíssimo risco para a Cielo (risco de crédito dos bancos emissores) e interessantes spreads. O atual momento, que combina recessão e escassez de crédito, gera enorme demanda por esta linha e uma possibilidade de aumento de spreads (pela baixa oferta de crédito bancário de outras linhas). Nesse contexto, estas receitas vêm crescendo a quase 40% anualizados.

A oportunidade para comprar estas ações, outrora bastante caras no mercado, veio por dois motivos. O primeiro foi um resultado levemente decepcionante do 4T15, prejudicado por remunerações que a Cielo oferece a seus bancos parceiros (o que inclui seus controladores BB e Bradesco). Isto acende para nós e todo o mercado uma forte luz amarela. A segunda luz amarela veio do

rumor de que os dois bancos controladores poderiam comprar a operação brasileira da Elavon – credenciadora norte-americana que, no Brasil, não chegou a 2% de market share.

Decorreu disso uma punição destas ações de um recente patamar de 20-21x lucro para cerca de 14x, que nos convidou à compra. Mantemo-nos céticos e atentos com relação aos dois maus sinais acima. Em relação ao primeiro, acreditamos por ora que os controladores terão o discernimento para não lesar os minoritários de uma forma tão reprovável. Quanto ao segundo, há evidências de que esta transação não irá adiante. Assim, construímos uma posição média neste ativo, por acreditar que a relação risco-retorno se mostra favorável. Atentos a esses pontos, poderemos rapidamente reduzir ou aumentar esta posição conforme sua evolução. Com os elementos que enxergamos hoje, estamos confiantes de que este será um investimento bastante vencedor no médio-longo prazo.



## Instrução CVM 571/15

Em 25 de novembro de 2014, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou a instrução CVM 571, que passou a vigorar em 1º de fevereiro e altera a Instrução CVM 472, instrução esta que regulamenta os Fundos de Investimento Imobiliário (FII).

O objetivo principal dessa instrução foi aperfeiçoar o nível de apresentação das informações periódicas, e eventuais, por parte dos administradores, bem como, aprimorar a governança dos FIIs. Além disso, a instrução ajuda a sanar algumas dúvidas que os administradores enfrentaram ao longo dos últimos anos, e também estabelecer novas condições para os quóruns qualificados, tendo em vista que grande partes dos FII são pulverizados.

Para tanto, a CVM, através de audiência pública realizada em 2014, escutou os Administradores, Gestores de Fundos, Advogados, bem como os próprios investidores dessa classe de ativos. Ao todo, foram recebidas cerca de 100 cartas contendo sugestões e críticas à 1ª minuta da instrução disponibilizada pela CVM e, após mais de um ano trabalhando no aperfeiçoamento do normativo, em novembro de 2015, a CVM publicou a versão final da instrução.

As principais mudanças que a nova instrução trouxe foram:

### Matérias deliberativas e Quórum qualificado

A CVM incluiu novas matérias sujeitas aprovação de cotistas por quórum qualificado antes não previstas na norma, como:

- Destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto;
- Dissolução e liquidação do fundo não previstas no regulamento;
- Apreciação do laudo de avaliação dos bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo; e
- Alteração da taxa de administração.

Além disso, o quórum qualificado, que antes era composto por no mínimo 50% das cotas emitidas do Fundo, passou ser de 25%, no mínimo, para Fundos que possuem mais de 100 cotistas. Essa alteração melhora a autonomia dos cotistas presentes em Fundos pulverizados, os quais dificilmente conseguem obter quórum de mais de 50%.

### Taxa de Administração

Visando melhor alinhamento de interesse entre os administradores e os investidores,



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

bem como transparência e padronização, a CVM estipulou a forma de cálculo da taxa de administração para os Fundos que possuem suas cotas negociadas em Bolsa e que compõem o índice de mercado – no caso, o IFIX.

Esses FIs passarão a calcular suas taxas de administração com base no valor de mercado do Fundo, ou seja, se a cota do Fundo valorizar e, assim, crescer o seu valor de mercado, consequentemente, a taxa que remunera o trabalho do administrador será maior, mas caso a cota do Fundo se desvalorizar, ocasionando uma perda de valor de mercado, a remuneração do administrador também será menor. Há algumas exceções, como: desde que aprovadas pelos cotistas em assembleia, prever que a taxa de administração será cobrada pelo valor contábil do patrimônio do Fundo ou sobre rendimentos distribuídos, sendo permitido ao administrador, prever uma taxa de administração mínima também.

### **Informações Eventuais e Periódicas**

Antes da nova instrução, os administradores eram obrigados a divulgar, resumidamente, um informe mensal com informações contábeis do Fundo, relatório anual do administrador, relatório de obras e de demandas judiciais. Esses relatórios, no entanto, por serem padronizados e apresentarem informações

mais contábeis e quantitativas, traziam poucas informações qualitativas e não suficientemente detalhadas.

Com o objetivo de padronizar as informações divulgadas e também dar maior transparência aos Fundos, a CVM modificou o conteúdo dos informes e a forma que o mesmo deve ser apresentado aos investidores.

Diversas informações, que antes não possuíam divulgação obrigatória, passaram ser abrangidas no rol mínimo de informações que os administradores devem divulgar periodicamente, tais como detalhes dos contratos de locação (como abertura por locatário, valor, índice e forma de reajuste da locação, vencimento dos contratos, relevância dentro do portfólio do Fundo, inadimplência etc.), detalhes da vacância dos imóveis, progresso dos imóveis em construção, custo incorrido, e justificativas por eventuais atrasos, entre outras informações que variavam de administrador para administrador a decisão de divulgar ou não.

Além disso, as informações passam ser padronizadas, como pode ser verificado no Anexo 39-II e 39-V da referida instrução, tomando, assim, mais fácil a comparação entre os diversos Fundos existentes no mercado.



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Outro ponto interessante é que a CVM, através do informe periódico anual, exige que os administradores disponibilizem a política de divulgação de fatos relevantes. A Rio Bravo, como pioneira nessa questão de transparência, publicou em 20 de setembro de 2013 sua política de divulgação de fatos relevantes, que pode ser acessado através desse [link](#).

### Representante de Cotistas

A CVM finalmente regulamentou a função de representante de cotistas, descrevendo suas obrigações e responsabilidades, da mesma forma que fez exigências mínimas para que o mesmo possa ser eleito e exercer o cargo. A autarquia também deixou a possibilidade do Fundo prever uma remuneração ao representante de cotista.

### Convocação de Assembleia

Foi ampliado o prazo que a convocação de assembleia deve respeitar. Antes o administrador tinha 8 dias corridos entre a convocação e realização da assembleia. Com a nova instrução, esse prazo passa ser de 15 dias corridos em assembleias extraordinárias e 30 dias corridos no caso de assembleia ordinária, o que representou uma padronização

com os demais fundos de investimento. Ademais, foi alterada a proporção de 5% para 3% do total de cotas emitidas do Fundo, em conjunto ou isoladamente, para que o cotista possa convocar assembleias e/ou incluir itens na pauta.

### Emissão de Cotas

A referida instrução garante ao administrador a possibilidade de ser estabelecida em regulamento a quantidade máxima de cotas que o Fundo pode emitir sem necessidade de convocar assembleia de cotistas para deliberação. Dessa forma, o administrador ganha mais agilidade para não perder eventuais oportunidades de mercado que possam surgir.

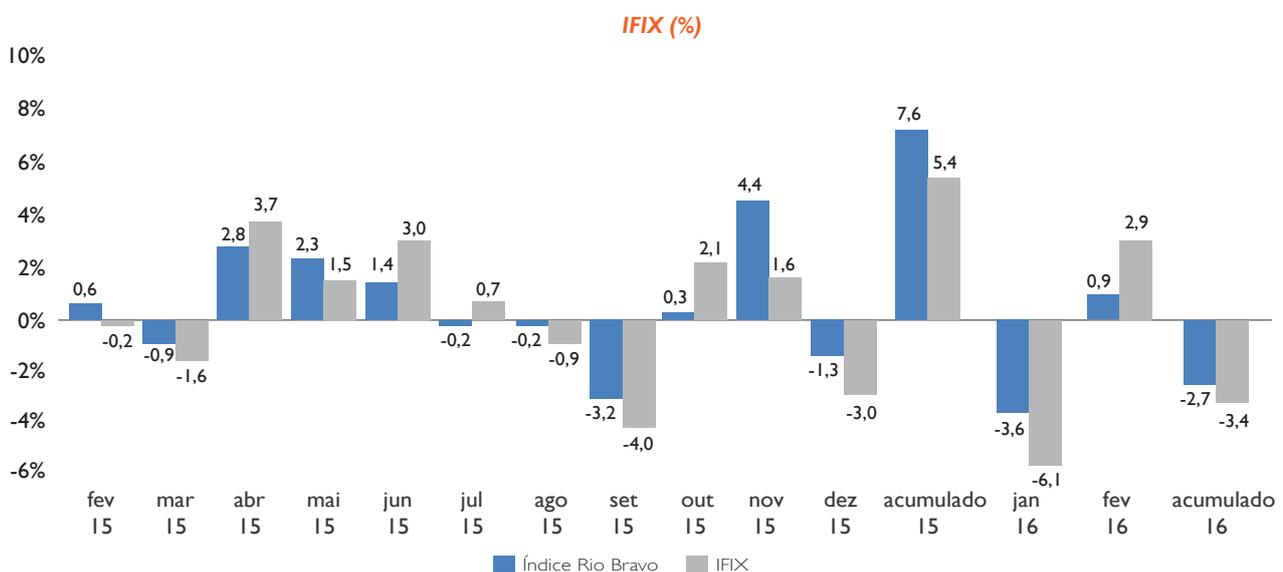
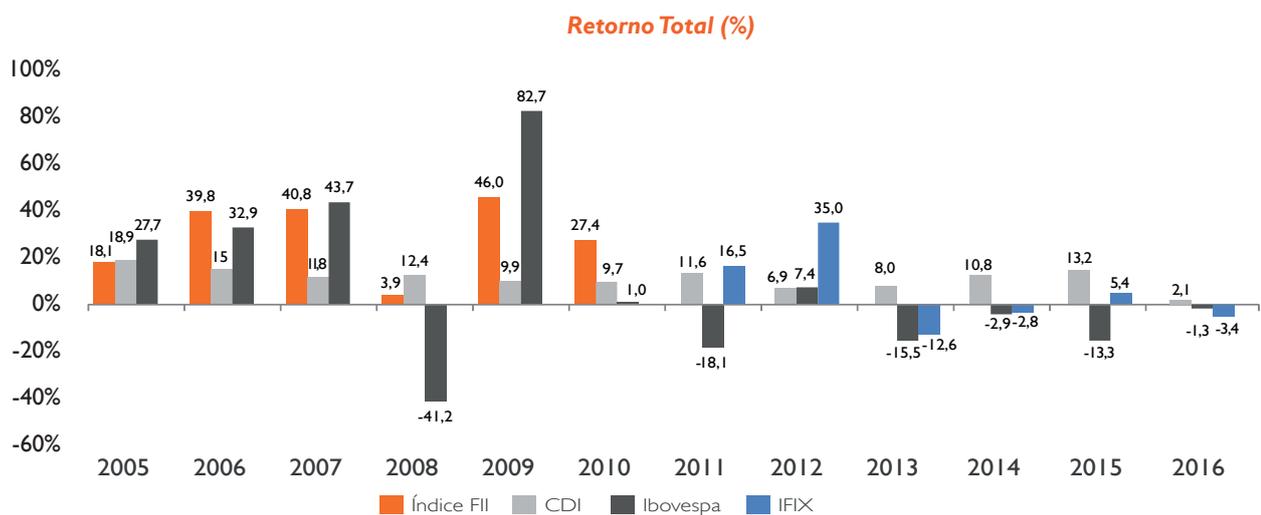
Como podemos perceber, a CVM tem trabalhado com esforço para aprimorar a governança e o nível de transparência dessa classe de ativos que cresceu e ainda vem crescendo significativamente nos últimos anos. A Rio Bravo vê com bons olhos a maioria das alterações trazidas por essa nova instrução e, conforme divulgado em fevereiro através de [Comunicado ao Mercado](#), está trabalhando para que todos os regulamentos dos fundos sejam adequados até o período estabelecido pela instrução.

## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

### IFIX

No gráfico abaixo é possível verificar, mês a mês, o retorno total do IFIX, assim como, uma carteira teórica elaborada com os FIs administrados pela Rio Bravo disponíveis para negociação na BM&FBovespa. No

segundo gráfico, o comparativo do retorno total em cada ano, desde 2005 até fevereiro de 2016, entre CDI, Ibovespa, IFIX e índice FII – elaborado pela Rio Bravo e utilizado para séries anteriores à criação do IFIX.





## Fevereiro trouxe menos volatilidade e resultados positivos.

Realizamos os rebalanceamentos de portfólios no mês de janeiro. Com a queda nos preços de fundos imobiliários e a retração em renda variável (Ibovespa), focamos a alocação nas duas classes de ativos.

O cenário externo virou no mês de fevereiro. Enquanto as dúvidas sobre desaceleração na China e seu efeito no resto do mundo persistem, os mercados diversos recuperaram das mínimas observadas no mês anterior. Cenário de menor volatilidade acabou afetando positivamente os ativos no Brasil. Como referência, o Ibovespa subiu 5,91% no período.

A tendência de queda nas expectativas de juros continuou com o Banco Central não mais apontando para uma alta de juros no curto prazo. O IMA-Geral retornou 1,69% no período contra 1,00% do CDI. O IFIX, índice que acompanha os principais fundos imobiliários, mostrou importante recuperação de 2,88%, resultado da queda de juros com alteração no texto da Medida Provisória 694, que foi aprovada sem taxação dos FIs como ameaçava em janeiro.

Assim, começamos a apresentar resultados dos rebalanceamentos de carteiras. Continua importante notar que o processo de maturação de investimentos diversificados deve ser de longo prazo, mesmo quando resultados aparecem cedo.

### Exposição na Europa

Renda variável na Europa continuou sofrendo com aversão a risco e medo de recessão mundial até meados do mês. Havíamos mencionado anteriormente que investidores individuais e institucionais aproveitavam queda nas bolsas europeias para posicionar seus portfólios. Isso aconteceu com mais força na segunda metade do mês, mesmo com o agendamento (para 23 de junho de 2016) do referendo no Reino Unido para permanência ou não na União Europeia. A libra esterlina bateu mínimas históricas contra o dólar, enquanto o Euro, que se fortaleceu no primeiros dias, voltou a negociar abaixo de 1,10. A menor volatilidade ajudou a puxar as ações, encerrando o mês nos níveis observados em janeiro.



	Renda Fixa			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
fevereiro 16	1,04	1,01	1,86	-5,59	0,04	0,44	1,61	3,45	0,79	0,97	0,86	1,43	1,00	5,91	1,62	4,66	2,26	-1,56
janeiro 16	1,06	1,11	1,34	-5,42	-2,93	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	1,01	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	1,06	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	1,07	1,67	4,05	3,75	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	1,13	-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	1,03	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	0,95	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	0,91	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	0,99	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	0,79	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
Ano	2,11	1,01	3,22	-10,71	-2,89	2,07	3,70	0,82	1,27	0,45	2,12	2,49	2,07	-1,28	3,02	-4,27	4,22	1,92
12 meses	13,55	12,84	13,28	-18,23	-12,96	12,64	8,88	-6,61	32,98	-0,04	12,94	11,55	13,57	-17,04	18,02	-20,00	9,45	38,53
24 meses	26,39	24,57	28,60	-17,80	-13,12	23,33	22,60	-7,10	59,21	5,48	N/A	N/A	26,01	-9,13	29,88	-31,87	27,71	70,55
36 meses	36,94	34,45	28,46	-26,45	-19,41	28,10	18,71	-21,30	N/A	N/A	N/A	N/A	36,90	-25,48	45,70	-47,94	35,30	101,46
48 meses	48,09	44,53	N/A	-18,27	N/A	42,24	37,02	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	47,59	-34,97	67,14	-43,14	52,74	132,83
60 meses	66,11	60,61	N/A	-15,85	N/A	58,76	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	64,59	-36,49	83,36	-39,20	79,77	139,56
Desde o início	115,40	116,80	28,47	327,86	-9,93	100,93	23,34	-11,43	60,83	1,52	27,04	14,92						
PL médio * (R\$Mil)	150.574	47.447	17.514	43.252	58.300	7.660	17.995	5.116	11.590	14.138	24.389	25.143						
PL Atual (R\$Mil)	133.448	44.395	11.792	26.108	46.651	3.704	15.763	3.334	9.727	14.066	27.067	33.854						
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  
Renda Fixa  
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.

