

ESTRATÉGIAS RIO BRAVO

DOMINÂNCIA FISCAL: QUAL A NOVIDADE?

OUTUBRO 2015

O mês de outubro trouxe para o léxico da crise a assustadora possibilidade que dá título a esta carta. Poucos economistas possuem definições muito claras sobre o tema, seguem-se algumas, surgidas no calor dos debates do mês:

“Situação em que o Estado não consegue gerar receita suficiente para financiar seus gastos. Nesse caso é necessário imprimir papel (senhoriagem)” (Samuel Pessoa, *Folha de S.Paulo*, 11/10/15)

“Déficits tão grandes que forcem o BC a comprar dívida, imprimir moeda e fazer crescer a inflação. (Monica De Bolle, *Folha de S.Paulo*, 30/09/15)

“Situação na qual um governo incapaz de servir sua dívida levaria a inflação a fazer o serviço que ele não faz, isto é, adequar o valor da dívida àquilo que consegue realizar do ponto de vista de seus gastos e receitas” (Alexandre Schwartzman, *Folha de S. Paulo*, 21/10/15) →



DOMINÂNCIA FISCAL: QUAL A NOVIDADE?

→ Duas das definições mencionam a atividade de “imprimir moeda”, um leve anacronismo para um mundo que usa cada vez menos o papel moeda. Na verdade, o uso do papel é tão pequeno nos dias de correm que as receitas do Banco Central decorrentes desse mágico poder (de pintar pedaços de papel e passa-los adiante a valores representando múltiplos do custo de produção) encolheram a valores muito pequenos.

Desde 2008, o TCU (Tribunal de Contas da União) determina que o Banco Central do Brasil especifique em notas explicativas a suas demonstrações financeiras as receitas obtidas com a impressão de papel moeda. Foram R\$ 12,7 bi em 2014, equivalentes a 0,23% do PIB, já deduzidos os custos de produção desse acréscimo (R\$ 487 milhões), ao meio circulante. Não é muito e não se vislumbra como isso possa crescer.

Por isso, a situação descrita nas definições acima não poderá ser resolvida através da impressão de papel: a solução virá de onde sempre veio, de emissão de títulos públicos escriturais, ou seja, acréscimos à “moeda remunerada”, que era como chamávamos a dívida pública nos anos 1980, quando a professora Maria da Conceição Tavares falava em “ciranda financeira”.

Em 2015, mercê do aumento da taxa de juros e do aumento da dívida pública, o maior acréscimo em muitos anos, a conta de juros pagos pelo Tesouro Nacional será a maior do mundo, próxima a 9% do PIB, bem acima do que se observa na Grécia e na Itália, ambas com números inferiores a 6% do PIB.

Na presença de déficit primário de dimensões ainda difícil de prever, o déficit nominal estará bem próximo de 10% e a dívida pública como proporção do PIB poderá ultrapassar 70%.



*2015 já está para
terminar e o ajuste fiscal
nem começou para valer*

2015 parece ter transcorrido de forma um tanto mais veloz que o habitual, já está para terminar e o ajuste fiscal nem começou para valer.

Para 2016, a menos que aconteça um ajuste significativo no superávit primário, e a depender dos rumos da política monetária, a conta de juros será ainda maior, e a dívida pública terá outro acréscimo de grandes proporções. O mal estar com o assunto talvez cresça em proporção ainda maior, pois a economia está em recessão,



DOMINÂNCIA FISCAL: QUAL A NOVIDADE?

e o superávit primário que estabiliza a dinâmica da dívida se vê ampliado na exata medida em que as possibilidades de sua realização diminuem.

O desafio para a Autoridade Monetária é sério: como a taxa de câmbio se vê pressionada pela percepção de perda de credibilidade, e talvez perda adicional de classificação de risco, a inflação não cede como deveria em razão do esfriamento da atividade econômica. O automatismo do sistema de metas estaria a indicar aumentos nos juros em meio a uma dinâmica de dívida pública com características muito perigosas.



Não se deve esperar nada do Banco Central

Foi nesse contexto que surgiu a ideia de usar alguma fórmula de intervenção cambial mais pesada para fornecer algum alívio na inflação enquanto o ajuste fiscal se materializa. A maior parte dos analistas não reagiu bem à ideia por bom motivo: não há razões para supor que o

governo tenha se comprometido verdadeiramente com o equilíbrio fiscal e com um “tripé” recomposto e reforçado no futuro. Ao contrário: o enfraquecimento político do ministro da Fazenda, bem como as dificuldades que vem enfrentando para obter progressos fiscais ainda muito modestos, estariam a indicar a direção oposta.

Não se deve esperar nada do Banco Central, tampouco se deve subestimar os recursos retóricos da Autoridade Monetária para justificar a paralisia. Bem antes da existência do sistema de metas, a imobilidade já era louvada no Banco Central como conduta sempre recomendável em tempos difíceis e matreiramente descrita por um sábio ex-diretor da casa como “vigilante expectativa e discreta omissão”. No regime atual, não há maiores dificuldades em ver a inação “soterrada sob platitudes” pois, dessa forma, “a Autoridade terá sempre o benefício de ver interpretações sobre suas ações que pressupõem uma inteligência muito maior do que a que realmente existe”¹.

As dificuldades políticas em que se vê envolvida a Presidente da República turvam ainda mais os

¹ “Leis Secretas da Economia” – Gustavo H. B. Franco, Editora Zahar, Rio de Janeiro, cf. Lei #15: “Axioma da Inteligência a Posteriori: Quanto mais a Autoridade explica, mais se amisca. Ao falar, não falar. E quando a Autoridade for forçada a explicar, deve ser sintética, firme e evasiva, como se entrevistada por jornalista japonês usando intérprete”.



DOMINÂNCIA FISCAL: QUAL A NOVIDADE?

horizontes para uma reconstrução fiscal e financeira do Estado. Os números estariam a recomendar, mais que nunca, um fortalecimento do ministro Joaquim Levy e uma separação das pautas políticas das agendas econômicas, fenômeno que apenas ocorreria se a área econômica fosse despolitizada, inclusive com a troca de alguns de seus quadros.



É hora de decisões importantes por parte da liderança maior do país

Entretanto, o quadro político é extremamente volátil, o que impõe estreitas limitações ao que se pode efetivamente executar no plano

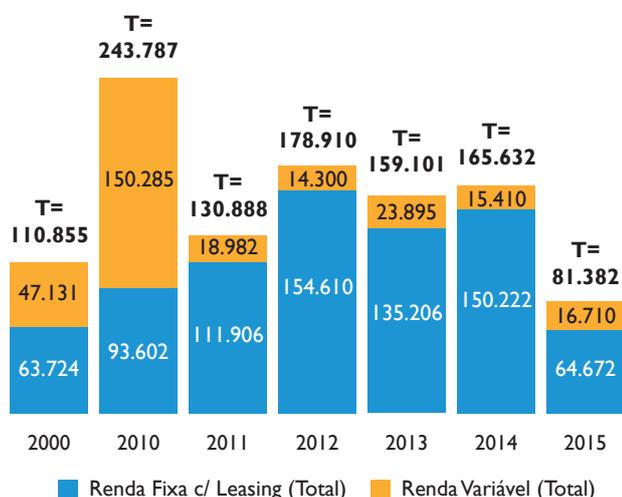
da política econômica. O senador José Serra faz bem em lembrar continuamente uma passagem de “Esaú e Jacó”, de Machado de Assis, na qual o Conselheiro Aires exerce seu ofício para a ansiosa mãe dos gêmeos em disputa: “Conte com as circunstâncias, que também são fadas. Conte mais com o imprevisto. O imprevisto é uma espécie de deus avulso, ao qual é preciso dar algumas ações de graças; pode ter voto decisivo na assembleia dos acontecimentos.”

É hora de decisões importantes por parte da liderança maior do país. Na falta delas, a dinâmica da dívida vai se assentando em patamares cada vez mais perversos. Não há finais felizes para crises de dominância fiscal², o único cenário benfazejo é o de interrupção do processo.

² Uma magnífica referência é o texto de Giancarlo Corsetti “The mystery of the printing press: monetary policy and self-fulfilling debt crises”, European Economic Association, Schumpeter Lecture, Mannheim, 24 de Agosto de 2015.

Em termos nominais, o volume das emissões de títulos no mercado de renda fixa está no patamar mais baixo dos últimos seis anos e registra queda de 41% vis-à-vis o ano anterior.

Total de Ofertas RF Total e RV (R\$ Milhões)

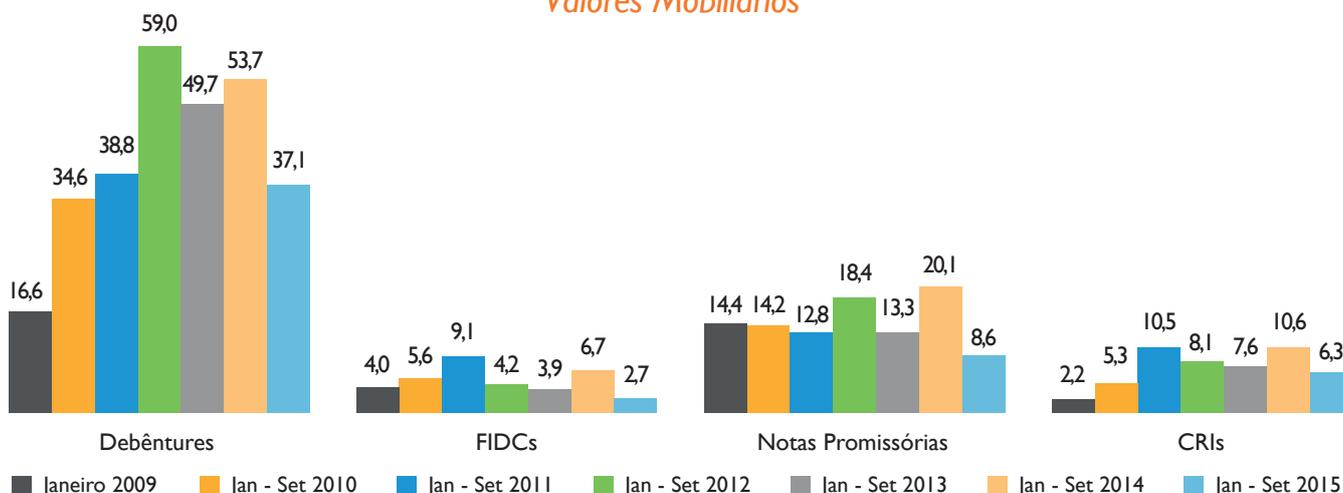


Fonte: Relatório ANBIMA

No período entre janeiro e setembro de 2015, foram realizadas 279 operações no mercado de capitais local, totalizando um volume de R\$ 64,7 bilhões. No mesmo período de 2014, o número é de 459 operações com volume total de R\$ 111,0 bilhões. O montante das operações em 2015 está concentrado em emissões de debêntures (52% do montante emitido no mercado de capitais). As emissões de títulos de securitização apresentaram o menor volume dos últimos cinco anos.

Impressionam, também, os números recentemente divulgados pelo BNDES, que registrou queda de 49% em consultas de crédito (acumulado – 12 meses) entre janeiro e agosto de 2015, refletindo a menor confiança do empre-

Valores Mobiliários



Fonte: Relatório ANBIMA



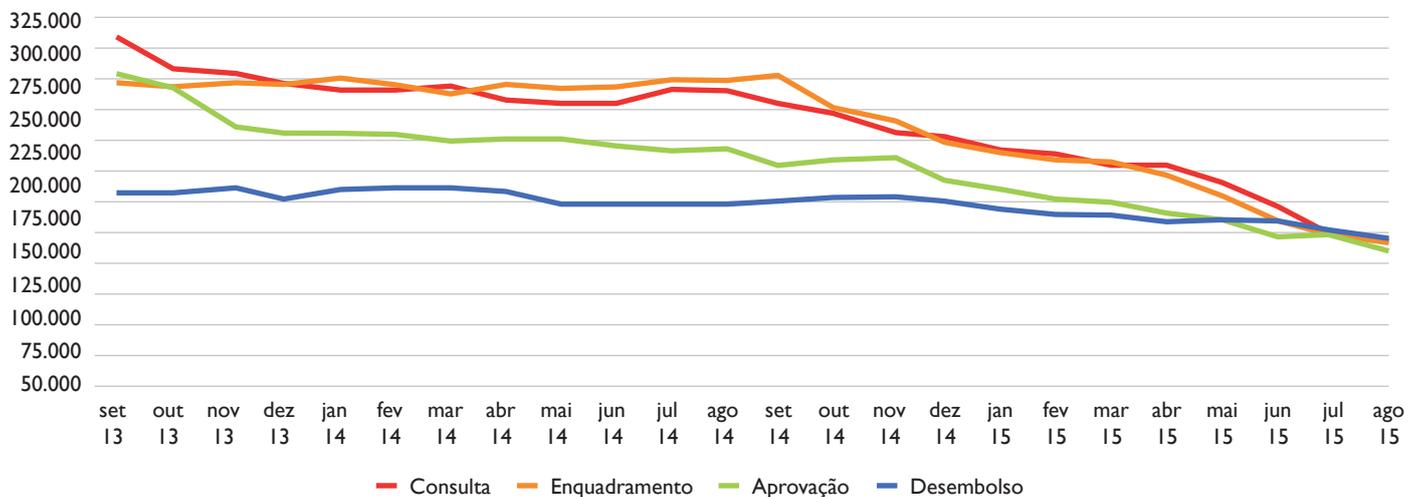
CRÉDITO

sariado em realizar novos investimentos diante do atual cenário econômico.

Os desembolsos pelo BNDES totalizaram R\$ 85 bilhões entre janeiro e agosto, queda de 25% em comparação com igual período no ano anterior. Houve recuo em todos os principais setores: agropecuária (-11%), indústria (-19%), infraestrutura (-23%) e comércio/serviços (-37%).

No entanto, a estatística de desembolsos reflete contratos em boa parte firmados em anos anteriores. A visão da situação sob um prisma atual ou mesmo prospectivo fica mais precisa ao se analisar a estatística de novas aprovações de operações pelo BNDES. Nesse caso, a queda no período janeiro-agosto de 2015 vis-à-vis o ano anterior é de 45%, com um montante de R\$ 64,5 bilhões aprovados no ano.

BNDES - Evolução do acumulado 12 meses, segundo fases da operação (R\$ Milhões)



Fonte: Boletim de Desempenho - BNDES

É também revelador comparar o volume de desembolsos pelo BNDES com o volume de capitais levantados via mercado de capitais no mesmo período: respectivamente, R\$ 85 bilhões e R\$ 77 bilhões (jan-a-

go/15, incluindo renda fixa e variável). O que, infelizmente, é um sinal de o quanto o investimento no Brasil ainda é dependente dessa controversa fonte pública de recursos.



Em Outubro o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de 4,0% contra 1,8% do Ibovespa. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 362,1%, ou 349,7% do benchmark, Ibovespa.

IGUATEMI

Já abordamos em cartas anteriores os diversos motivos que nos levaram a investir na Iguatemi Empresa de Shopping Centers. Objetivamente, acreditamos que esta empresa é nitidamente diferenciada dos seus concorrentes e o difícil ano de 2015 começa a evidenciar esta superioridade.

Um indicador que ilustra isso de forma bem direta é a variação das vendas no conceito mesma loja (sigla em inglês: SSS). Esta é a variação de quanto as lojas venderam em período atual em comparação com o mesmo período do ano anterior. No 1º e 2º trimestres de 2015, a Iguatemi registrou marcas acima de 6% em seus shoppings. A partir do 2º trimestre, especialmente, esse indicador começou a mostrar grande disparidade entre as empresas de shopping centers listadas. Todos os demais concorrentes revelaram números inferiores, inclusive negativos.

Ainda não foram divulgados os resultados do 3º trimestre da Iguatemi, mas acreditamos em SSS na casa dos 5%. Multiplan, uma comparável bastante direta, acaba de divulgar um SSS zerado. BR Malls mostrou cerca de +2%. Observações assim, de curtíssimo prazo, devem ser utilizadas com cautela – não são garantia de uma tendência. Porém, são uma significativa evidência da maior resiliência dos shoppings da Iguatemi. Apesar de inferior à inflação, um SSS na casa de 5-6% é um feito e tanto quando se tem o PIB encolhendo mais de 3% e algumas categorias do varejo mostrando decréscimo de até dois dígitos nos levantamentos do IBGE.

Não acreditamos em uma recuperação rápida da economia brasileira. Provavelmente, veremos em 2016 nosso PIB encolher a uma taxa semelhante à de 2015. O desem-



RENDA VARIÁVEL

prego crescente e a inflação persistente também continuarão a minar a capacidade e disposição dos consumidores. Porém, acreditamos que os empreendimentos da Iguatemi são, como chamamos, bastante “óbvios”. Por sua inquestionável qualidade, com localizações, mix de lojas, gestão e propostas de valor para os clientes que se destacam da

concorrência de forma nítida. Negociando a pouco mais da metade do que enxergamos como um valor intrínseco, e bastante abaixo dos seus patamares de múltiplos usuais, entendemos que estas ações oferecerão ao investidor um retorno expressivo, uma vez que tantas nuvens no cenário comecem a minimamente se dissipar.



Investimento no FII Cyrela Thera Corporate

Recentemente, realizamos um investimento no FII Cyrela Thera Corporate, fundo imobiliário monoativo que detém 1/3 de um prédio AAA localizado na região da Berrini em São Paulo.

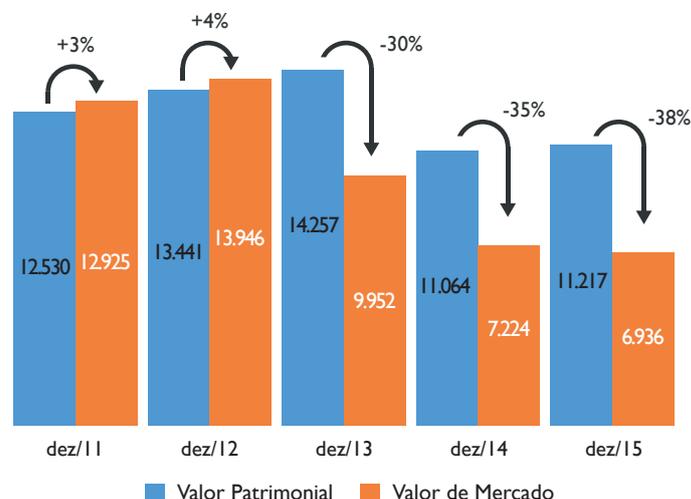
O Thera foi constituído em agosto/2011 e é proprietário de 5 de 15 andares do Edifício Thera Corporate, desenvolvido pela Cyrela e localizado na Av. Eng. Luís Carlos Berrini, 105, em São Paulo. Inicialmente, o Fundo foi estruturado como um produto com renda garantida, já que o prédio ainda estava em construção quando o fundo foi lançado, mas em junho/2014 o imóvel foi concluído e entregue e, em agosto/2015, ocorreu o último pagamento de rendimento com a renda mínima garantida. Desde então, passou a ser um fundo de escritórios performado, sem alavancagem e renda garantida, dependendo única e exclusivamente da performance de locação do imóvel.

Ainda em agosto/2015, o Fundo realizou uma emissão de cotas e captou R\$ 5,2 milhões, com o objetivo de investir estes recursos em adequações no imóvel e, dessa forma, garantir a competitividade do imóvel nas novas locações. Com isso, o Fundo tem hoje uma ocupação de 60% em três locatários: International Paper,

Ceva Logistics e Cipasa.

Analisando o Patrimônio Líquido e valor de mercado, em setembro, o fundo tinha um PL de R\$ 122,8 milhões e valor de mercado na bolsa de R\$ 75,9 milhões, sendo que esses mesmos valores equivalem a um PL de R\$ 83,36/cota e R\$ 51,24/cota na bolsa. Esta diferença representa um desconto de 38,5% do valor de mercado frente ao valor patrimonial e, adicionalmente, ao calcularmos estes mesmo valores por m², chegamos ao PL de R\$ 11,2 mil/m² e R\$ 6,9mil/m² na bolsa. Conforme pode ser visto no gráfico abaixo, esse desconto é o maior patamar que o Thera já atingiu.

R\$/m² (Valor de Mercado x Patrimonial)





INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Com este cenário, entendemos que era o timing correto para realizar o investimento no fundo, dado que: (i) existe uma assimetria de quando e em que patamar o fundo distribuirá rendimentos com as locações (o fundo não tem pago rendimentos desde set/2015); (ii) a emissão de cotas e ocupação de 60% mitiga o risco do fundo não ter caixa para sua operação; (iii) os locatários atuais garantem que o Fundo terá um fluxo de distribuição de rendimentos futuramente, ainda que em patamar inferior ao potencial do fundo; (iv) o desconto do valor de mercado do fundo vs. PL é maior do que o mercado; e (v) o valor de mercado do fundo é muito inferior ao seu custo de reposição.

Assim, realizamos a aquisição de cotas do Thera pelo FII Multigestão Renda Comercial, administrado e gerido pela Rio Bravo. A lógica por trás desta tese de investimentos é que a maior parte do retorno virá do ganho de capital no longo prazo, ao contrário da renda constante no curto prazo. Em nossa visão, o desconto dos imóveis no mercado secundário deve-se principalmente à vacância momentânea dos ativos e ao cenário macroeconômico adverso, sendo que, no caso do Thera, este desconto é ainda maior. As locações do Fundo estão em período de carência e ainda existe uma área de 40% vaga; desta forma, o dividend

yield do Fundo no curto prazo naturalmente será menor que aplicações de renda fixa, no entanto, para um cenário entre dois e três anos, projetamos um retorno total (TIR) superior.

Realizamos, ainda, diversas análises de sensibilidade, projetando cenários com 12 meses de carência e valores de locação abaixo do mercado e obtivemos taxas de retorno satisfatórias nos piores cenários, demonstrando que existe margem de segurança nesta tese de investimento.

Por outro lado, reconhecemos que o cenário para o mercado de locações é desafiador, embora notamos que, apesar de a vacância de mercado estar em constante ascensão, os preços de venda de imóveis corporativos não mostraram uma queda tão expressiva quanto as cotas dos Fundos imobiliários, apresentando uma nítida oportunidade de arbitragem.

Sob o aspecto qualitativo do imóvel, analisamos a qualidade do ativo, estudamos detalhadamente a região onde está localizado e nos perguntamos diversas vezes se compraríamos o ativo físico em si, independentemente do preço. Para responder essa pergunta, realizamos visita "in-loco" e analisamos as especificações técnicas do imóvel. Comparando o ativo



INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

com os peers da região, concluímos que o projeto se destaca pelo elevado aproveitamento da laje com mais de 2.000 m², além de ser um prédio triple A e contar com certificação LEED Gold. Além disso, também nos certificamos de que não haveria qualquer tipo de concorrência entre o Fundo e os proprietários das demais lajes, algo que foi mitigado através de um acordo no qual o Fundo possui prioridade sobre novas locações no prédio. A conjunção desses fatores fez o edifício ser aprovado para compor a carteira do Fundo Multigestão.

Mencionamos que o valor da cota apresenta um desconto com relação ao seu valor de patrimonial, mas, ao estender essa análise, o valor de mercado do Thera também é inferior aos seus peers de mercado. Em termos comparativos, somente para citarmos alguns exemplos, o valor de mercado do Thera, medido em R\$/m², quando comparado com o valor de mercado dos Fundos Vila Olimpia Corporate (R\$ 10,0 mil/m²), VBI FL 4440 (R\$ 14,6 mil/m²),

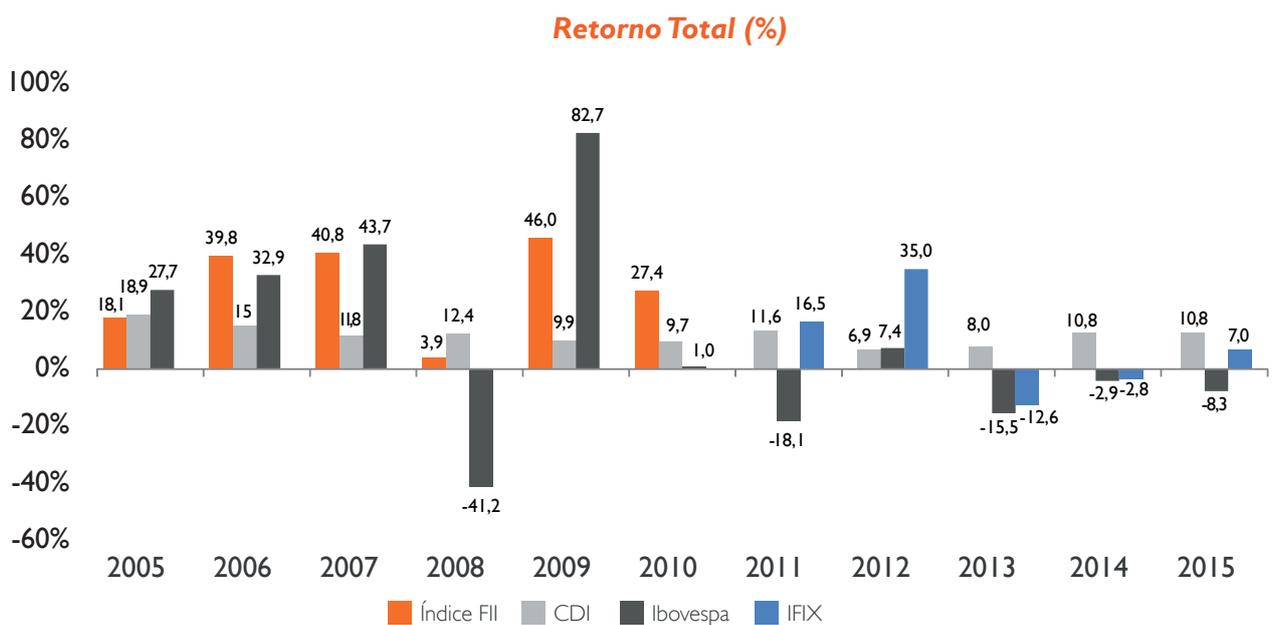
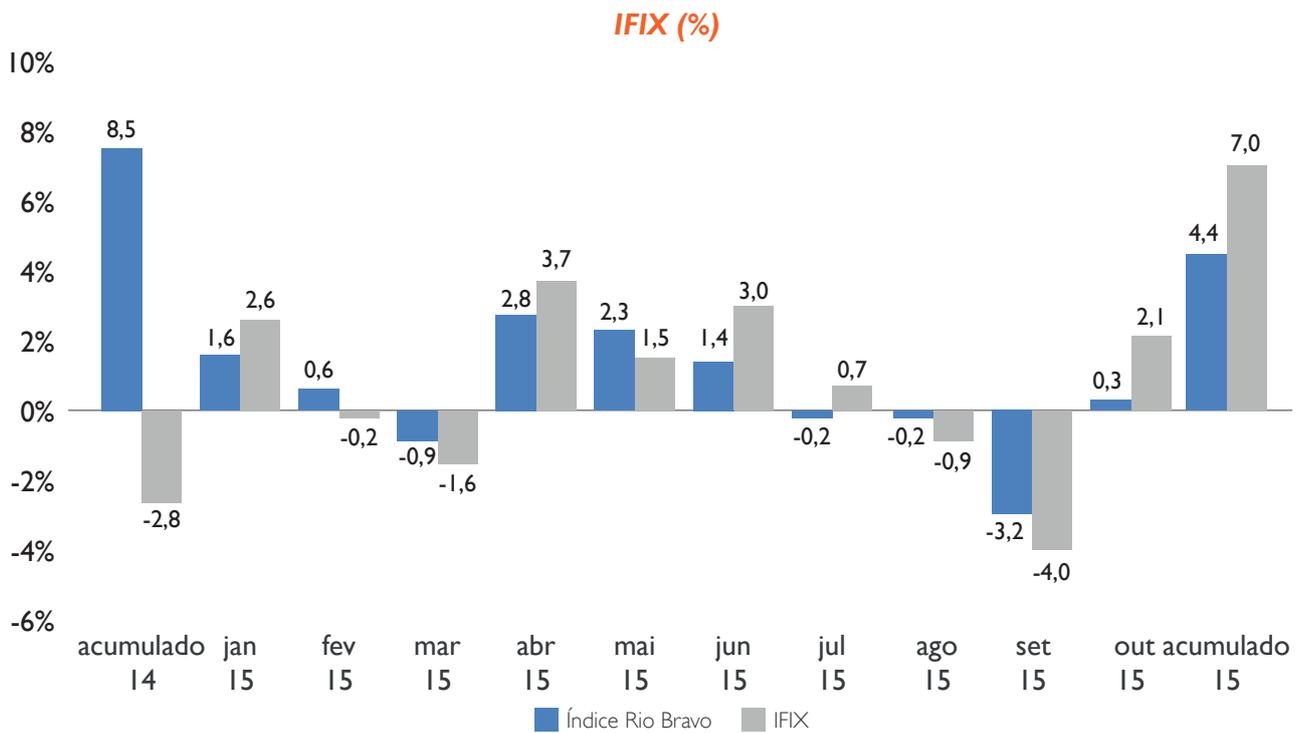
TB Office (R\$ 9,2 mil/m²) e Torre Norte (R\$ 10,5 mil/m²) tem valor inferior a 30%, chegando em 52% frente ao VBI. E, ainda que o VBI tenha localização mais nobre que a do Thera, a magnitude do desconto é injustificável ao nosso ver.

Com este cenário, temos plena convicção do investimento no Thera e acreditamos que será uma estratégia vencedora numa janela entre dois e três anos.

IFIX

No gráfico a seguir, 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 outubro de 2015, entre CDI, Ibovespa, IFIX e índice FII – elaborado pela Rio Bravo e utilizado para séries antigas à criação do IFIX.

INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS





Outubro renova confiança do investidor na alocação de longo prazo, mesmo que cenário continue incerto.

Escrevemos em setembro: “Em períodos de incerteza como o que atravessamos no Brasil, é possível entender a deterioração dos preços de ativos financeiros e a correlação entre as diversas classes de ativos. Assim, mesmo que seja difícil navegar, os agentes financeiros conseguem proteger de alguma forma seus investimentos, seus portfólios, através de uma diversificação apropriada ao perfil de risco.”

Mostramos como momentos de estresse destroem essas correlações no curto prazo e afetam negativamente as carteiras diversificadas. Mas que também seria importante confiar na normalização dos mercados nas alocações de médio e longo prazos, voltando a oferecer valor ao investidor mesmo em cenário de contínua deterioração.

O mês de outubro parece comprovar essa filosofia de investimento. No mês em que o CDI rendeu 1,11%, recuperaram o Ibovespa +1,80%, IMA-B (+2,58%) e mesmo o S&P +8,30% em USD), espelhando menor volatilidade nos ativos financeiros. Também relevante para as diversas carteiras foi a recuperação

dos fundos imobiliários (IFIX +2,12%). Desta forma, os diversos portfólios diversificados – e agora os portfólios imobiliários – tiveram recuperação significativa com a normalização das correlações entre as classes de ativos.

Vale repetir e afirmar: “Muitos vêm o momento atual como ótimas oportunidades de investimento em renda fixa, renda variável e no universo de fundos imobiliários para os que entendem a necessidade de investir para o longo prazo. Daí o valor que o rebalanceamento de carteiras oferece.”

Estamos longe da estabilidade e a volatilidade dos mercados continuará. O que fazer em momento como este, quando as correlações são tão importantes para a gestão de investimento somem e parecem fazer todas as classes, todos os ativos caminharem na mesma direção? O desespero não pode ser uma opção. É importante confiar na alocação de risco, entender o que é exagero e o que realmente pode ser mudança de fundamentos. Assumir uma postura conservadora quando as oscilações são frequentes é reação normal. O investidor deve estar em contato com o gestor

MULTI-ASSETS & PORTFOLIOS

para que juntos reavaliem seu perfil de investimento, e para que saiba claramente como

sua carteira está estruturada e preparada olhando para frente.

	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
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	2,35	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
janeiro 15	0,97	0,88	1,45	-4,77	-4,24	-0,23	1,71	-9,62	0,43	-0,58	1,14	0,16	0,93	-6,20	1,25	-12,05	3,12	0,23
dezembro 14	0,91	0,91	0,17	-4,98	-3,00	0,22	0,03	-4,57	-0,92	-2,30	0,97	-0,22	0,95	-8,62	1,15	-7,33	-1,91	3,75
novembro 14	0,87	0,80	1,04	-0,17	-0,47	1,32	1,20	0,60	2,40	1,46	1,13	1,08	0,84	0,17	1,41	-0,51	2,14	4,74
Año	10,69	10,34	9,58	-12,29	-22,51	9,38	5,45	-10,21	41,69	-1,48	10,73	8,88	10,76	-8,28	13,63	-16,38	6,15	45,28
12 meses	12,67	12,23	10,90	-16,81	-25,19	11,07	6,75	-13,80	43,76	-2,33	13,06	9,81	12,75	-16,03	16,56	-22,90	6,36	57,88
24 meses	24,80	23,45	24,18	-23,36	-26,85	19,72	16,12	-15,91	N/A	-0,12	N/A	N/A	24,56	-15,46	27,24	-32,42	18,76	75,20
36 meses	34,10	32,36	N/A	-14,14	-20,04	26,31	14,15	-13,05	N/A	N/A	N/A	N/A	34,04	-19,62	41,93	-37,65	29,27	89,97
48 meses	46,92	43,67	N/A	1,91	N/A	42,12	36,18	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	46,31	-21,37	61,84	-26,75	49,96	128,54
60 meses	64,72	59,56	N/A	-12,32	N/A	57,03	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	63,23	-35,10	83,52	-36,26	74,04	126,81
Desde o início	106,34	110,13	21,51	362,15	-17,54	92,77	16,64	-10,23	58,16	-0,35	22,23	9,83						
PL médio * (R\$Mil)	159.327	46.832	16.267	51.643	63.839	12.112	17.778	6.163	13.855	13.995	20.877	16.649						
PL Atual (R\$Mil)	129.363	28.911	18.820	58.123	52.659	3.461	16.753	4.533	11.630	13.823	25.315	31.846						
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.

