

EXCLUSIVAMENTE PARA  
USO INSTITUCIONAL

# ESTRATÉGIAS RIO BRAVO



## O LIMIAR

MARÇO 2016

No mês de março, os acontecimentos na área política, em conexão com a “Lava Jato” e com o impeachment, dominaram completamente o

noticiário, e o impacto desses desenvolvimentos foi, ao mesmo tempo, surpreendente e avassalador. →



## ○ LIMIAR

→ O Ibovespa ganhou mais de 15%, o real apreciou mais de 10%, o indicador de risco Brasil (CDS) melhorou mais de 20%, os juros curtos e longos fecharam significativamente.

São indicadores que, em condições normais, estariam a sinalizar uma economia saudável, com sinais vitais positivos, mas, curiosamente, nada parece mais distante da verdade. Não houve surpresa com os indicadores de atividade e de emprego, ambos continuam piorando de forma preocupante, e na mesma velocidade dos últimos meses. A inflação deu alguns sinais de alívio, especialmente no item habitação, com a redução das bandeiras tarifárias e nos preços de serviços, mas os números fiscais ficaram muito piores do que se esperava. A impressão é que o governo abandonou o ajuste fiscal antes mesmo de começar, face a outras prioridades.

O excelente desempenho dos ativos no mês não pode, portanto, ser explicado por qualquer providência ou indicador da economia, tampouco pelas novas ideias trazidas pelo Nelson Barbosa, como a de um teto para gastos públicos, com limites dependendo do Congresso, uma banda para resultados primários e a criação de depósitos remunerados no BCB.

O ministro toca o dia a dia, sua atuação é neutra, quase invisível, como é próprio de momentos em que o teatro de operações não lhe pertence. A economia está em frangalhos, mas o governo não tem tempo para esses assuntos.



*Os mercados estão dominados pela expectativa de impeachment*

Os mercados estão, com toda razão, dominados pela expectativa de impeachment, e a melhora nos preços dos ativos reflete muito claramente a perspectiva de mudança daí decorrente. Pior que os indicadores de popularidade e aprovação da presidente, que oscilam ao redor do fundo do poço, é o absoluto, profundo e irreversível descrédito do governo diante dos investidores, empresas e agentes econômicos em geral. A marcha para 2018 seria um calvário, e a perspectiva de interrupção é lida pelos mercados sem a menor ambiguidade: o impeachment parece impulsionar o que se conhece como “kit Brasil”, e assim será até o desfecho da crise política.

Juntamente com a elevação da probabilidade



## O LIMIAR

de impeachment, vão aparecendo as especulações sobre como seria a administração que viria a seguir. A história recente do país oferece dois exemplos interessantes de vice-presidentes que assumiram a posição de primeiro mandatário no país: José Sarney e Itamar Franco. Ambos os episódios trazem ensinamentos. Itamar foi empossado em sequência a um impeachment, mas num contexto senão de consenso nacional, de ausência de oposição relevante. Em contraste, José Sarney assumiu após um choque representado pelo inesperado falecimento de Tancredo Neves, e pareceu exibir desde o início um déficit de legitimidade que o perseguiria por todo o seu mandato.



*A ortodoxia econômica é tanto mais difícil quanto maior a percepção de falta de sustentação política*

É difícil argumentar que Itamar seja o paradigma para o que poderia ocorrer em uma presidência Michel Temer, pois as circunstâncias de 1992 eram muito singulares, e não se pode imaginar que um fenômeno como Fernando Henrique Cardoso possa se repetir. Vale lembrar: FHC foi o quarto ministro da Fazenda de Itamar em menos de um ano de exercício

da presidência, e depois de 187 dias como ministro, FHC saiu consagrado, para disputar a presidência da República e vencer as eleições em primeiro turno.

Não fora o advento de FHC e do Plano Real, a presidência Itamar Franco teria sido parecida com a de José Sarney, e a experiência da Nova República, no plano da economia, foi nada menos que lamentável. Apesar dos três congelamentos de preços ocorridos entre 1986 e 1989, a inflação deixada pelos militares era inferior a 200% ao ano, e no último mês da presidência Sarney foi de 82% ao mês. O limiar da hiperinflação, 50% ao mês, foi alcançado, significativamente, em novembro de 1989, quando tinha lugar o segundo turno das primeiras eleições presidenciais diretas em três décadas.

A Nova República, mais caracteristicamente que a presidência Itamar Franco, foi profundamente afetada pelo desejo de resgate da “dívida social”, o que se refletiu no slogan da época, “tudo pelo social”. A fragilidade política do presidente produziu “choques heterodoxos” em sucessão e um descontrole fiscal sem qualquer precedente. E vale lembrar que o primeiro ministro da Fazenda, Francisco Dornelles, era uma escolha de Tancredo, dentro do princípio segundo o qual “é proibido



## O LIMIAR

gastar”. Foi como Joaquim Levy, inclusive na curta e frustrante duração de seu mandato. Veio Dilson Funaro e um arco absolutamente inconciliável de influências sobre a economia, cujo resultado foi a corrupção de boas ideias sobre estabilização em um experimento populista e em um gigantesco estelionato eleitoral, um dos maiores que se tem notícia.



*O documento do PMDB – “Uma ponte para o futuro” – tem tido papel crucial em melhorar as expectativas sobre a presidência Temer*

Talvez haja aí a lição de que a ortodoxia econômica é tanto mais difícil quanto maior a percepção de falta de sustentação política, e o imperativo de agradar a todos.

Vale observar também que, no presente momento, começam a proliferar as advertências quanto à necessidade de “evitar retrocessos sociais” ou “reduções em direitos e conquistas”, e mesmo quanto à inconveniência de um “ministro da Fazenda neoliberal”, conforme declarações do ex-ministro da Fazenda do presidente Itamar Franco, embaixador Rubens Ricupero. Essas indicações são preciosas como demonstração de que o populismo fiscal está

longe de ser uma ideologia unicamente petista.

O documento do PMDB – “Uma ponte para o futuro” – tem tido papel crucial em melhorar as expectativas sobre a presidência Temer, sendo certo, no entanto, que a verdadeira índole desse governo ainda não está definida. A base de apoio tende a ser a que aprova o impeachment, mas a formação do ministério terá de enfrentar a tensão entre a escolha de “notáveis” e as exigências do presidencialismo de coalizão.

O afastamento da presidente representa um desafio diferente daquele que foi enfrentado por Sarney e Itamar, a despeito das semelhanças acima apontadas. Essas diferenças podem ser mais facilmente observadas a partir da experiência argentina, onde fica clara a dificuldade de desorganizar o bolivarianismo. É ruidosa e baderna a “resistência” kirchnerista, que se multiplica em desordens de rua, interrupção de tráfego, intimidações diversas e tensão social. Nada muito diferente do que os “movimentos sociais” brasileiros são capazes de encenar.

Nem Itamar, nem Sarney tiveram que se posicionar contra a desordem, sempre uma conduta perigosa para os governantes. Não se deve subestimar o impacto dessa “nova guerrilha”



## O LIMIAR

sobre os andamentos maiores da política.

No plano mais estratégico, Macri parece ter se inclinado pelo gradualismo, no terreno fiscal e das reformas, inclusive para não acirrar ânimos ainda mais. E aqui trata-se de um presidente eleito. A hesitação em atacar a herança deixada pelo casal Kirchner pode ser perigosa a médio prazo, e aqui a mesma questão se apresentará no momento seguinte ao impeachment: como encaminhar investigações e punições cabíveis às cabeças coroadas do petismo? Acirrar apurações ou construir pontes, diálogos e acordos?

Por último, há a problema da escolha do

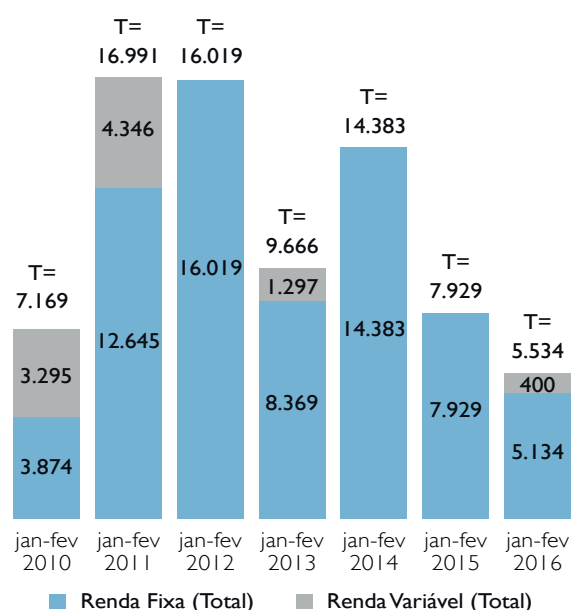
comandante da economia, posto para o qual Macri optou por um nome de pouco peso político e perfil mais técnico. A conveniência política pode ser óbvia, mas os desafios da economia exigem grande capacidade de articulação e liderança, sobretudo na presença de muitas alternativas, inclusive as mesmas ideias ruins de sempre. O enfraquecimento prematuro do ministro da Fazenda pode ser um grande problema para Macri.

Os eventos na Argentina, por óbvio, também trazem muitos ensinamentos para a próxima presidência, cujos contornos vão se formando com surpreendente rapidez.

Em 2015, o volume de captações corporativas das empresas brasileiras, no mercado doméstico e externo, foi o menor em sete anos. O fraco desempenho se mantém no início de 2016: o mercado local de renda fixa movimentou R\$ 5,1 bilhões no primeiro bimestre do ano, redução de 35% em comparação com o ano passado, segundo dados da Anbima.

Em fevereiro, as ofertas domésticas alcançaram R\$ 292 milhões, volume bastante inferior à média observada nos seis meses anteriores (R\$ 7,6 bilhões). No período, não houve captações com debêntures, o que não ocorria desde fevereiro de 2009.

#### Ofertas Renda Fixa\* e Renda Variável (R\$ milhões)



No mercado externo, a novidade foi a captação do Tesouro Nacional (US\$ 1,5 bilhão) no início de março. A emissão, com prazo de dez anos, foi a primeira após a perda do grau de investimento pelas três agências de classificação de risco e saiu com taxa de 6,125% a.a.. Na última emissão, em set-14, o yield foi de 3,888%.

#### Tesouro faz captação externa no início de março

##### Últimas ofertas internacionais do Tesouro

Emissão	Título/Moeda	Yield	Volume (US\$ mi)
27/4/12	Global 2024 (BRL)	8,60%	1.692,4
12/9/12	Global 2023 (USD)	2,69%	1.350,0
16/5/13	Global 2023 (USD) Reabertura	2,75%	800,0
1/11/13	Global 2025 (USD)	4,31%	3.250,0
3/4/14	Global Euro 2021 (EUR)	2,96%	1.375,5
1/8/14	Global 2045 (USD)	5,13%	3.550,0
10/9/14	Global 2025 (USD) Reabertura	3,89%	1.050,0
(*)	Global 2026 (USD)	6,13%	1.500,0

Fonte: Tesouro Nacional. (\*) Oferta realizada em 10/3/2016.

Inicialmente, a taxa proposta nessa emissão era de 6,5% e, nessa taxa, havia demanda de US\$ 6 bilhões. O Tesouro, porém, optou por uma emissão menor em uma taxa mais baixa na tentativa de criar essa referência de preço para futuras emissões.

○ estabelecimento de um novo patamar de



## RENDA FIXA

yield pelo Tesouro em conjunto com a demanda razoável por esta emissão pode abrir espaço para colocações de empresas brasileiras, que se mantém fora do mercado externo desde junho/15.

De acordo com indicador do Serasa Experian, o número de recuperações judiciais requeridas no primeiro bimestre de 2016 foi 116,4% superior ao registrado no mesmo período do ano passado. Foram 251 ocorrências, contra 116 apuradas entre janeiro e fevereiro de 2015. Os requerimentos são liderados por micro e pequenas empresas (60%), seguidas pelas médias (23%) e grandes (17%).

O quadro conjuntural de continuada retra-

ção no crédito corporativo continua empurrando as empresas para a renegociação e/ou reestruturação de suas dívidas. Nota-se, por exemplo, que o número de assembleias de debenturistas realizadas nos últimos meses (para aprovação de renegociação de covenants etc) é sem precedente na história recente. Os casos mais recentes e high profile de reestruturação envolvem Usiminas, a companhia aérea Gol, a operadora de ferrovias Rumo Logística, a companhia de telecomunicações Oi, entre outras. Anteriormente, outras companhias, como as incorporadoras PDG Realty e Rossi, já haviam recorrido à reestruturação. As alternativas têm envolvido aumento de capital, acordos de stand still com bancos credores e alongamentos de prazos das dívidas.



Em março, o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de 10,1% contra 17,0% do Ibovespa. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 371,0%, ou 303,7% do benchmark, Ibovespa.

## LOCALIZA

A Localiza está no nosso portfólio há cerca de um ano. Já dedicamos uma carta (Maio/2015) à abordagem inicial desta tese e nesta traremos uma rápida atualização dos fundamentos.

Em relação ao cenário macroeconômico, parece desnecessário pontuar todas as dificuldades e retrocessos que se têm presenciado no Brasil. O impacto disso nos resultados de praticamente todas as empresas e setores no Brasil é nítido. Com a Localiza, o “quê” é o mesmo, mas felizmente o “quanto” disso tem sido moderado.

No recém-divulgado balanço de 2015, vimos as receitas da cia. se manterem estáveis frente ao ano anterior. Houve queda de 2,5% na receita de aluguel de curto prazo de veículos, mas o negócio de terceirização de frotas comprovou sua resiliência e registrou saudá-

vel expansão de 5%. A estabilidade na receita de venda de veículos usados também foi digna de nota – em um ano em que a venda de veículos novos desabou 26%, parece ter havido certa migração de compradores para este segmento, naturalmente mais acessível.

No que diz respeito à concorrência, já havíamos comentado que a Movida (do grupo Júlio Simões) vinha para conquistar market-share de forma agressiva. Só em 2015 investiu R\$ 1,4 bilhão para expandir sua frota de 29 mil para 43 mil veículos, alcançando 45% do tamanho da Localiza em frota. Porém, continua sendo fácil perceber que seu fôlego será limitado: com uma dívida líquida R\$ 4,6 bilhões, mais de 4x seu EBITDA e uma centena de vezes maior que seu lucro líquido, em um momento de forte contração do crédito no país, pode ser necessário moderar um pouco o passo.





## RENDA VARIÁVEL

Para 2016, com tantos ventos de proa, não se pode visualizar cenário mais benigno. O aluguel de curto prazo deve continuar a recuar um pouco enquanto a gestão de frotas apresenta maior resiliência. O mercado de automóveis zero-km deve encolher a taxa de dois dígitos e o de usados também pode acabar entrando em terreno levemente negativo. No entanto, se o cenário já é desafiador para a Localiza, que tem vantagens competitivas em absolutamente todos os aspectos, o

que dizer sobre os concorrentes? Com certeza terão vida muito mais difícil e fatalmente perderão market-share para players dominantes como a Localiza.

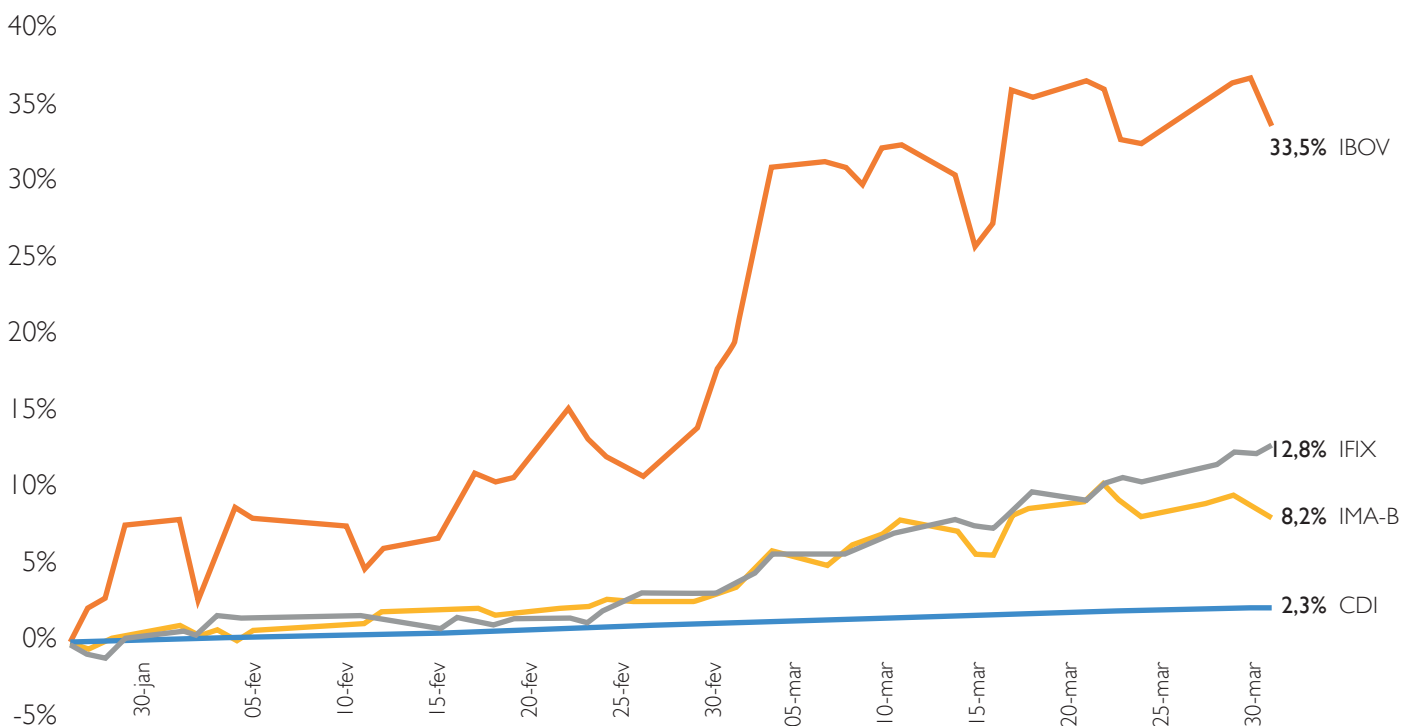
Com isso, devemos ver um ano de pequena contração no lucro, porém com ganho de share, o que colocará a companhia em um terreno preparado para forte recuperação de resultados quando a economia brasileira finalmente abandonar a cor vermelha.



## Rali nos Fundos Imobiliários?

Em meados de janeiro deste ano, uma grande parte dos índices de mercado registrou a mínima cotação de sua história recente, por diferentes motivos. Desde então, presenciamos uma onda de otimismo gerada pelo desenrolar da crise política atual, o que ocasionou, em março, uma valorização razoável em todos estes índices. O Ibovespa valorizou-se 33,5% desde o final de janeiro, o IMA-B

(índice de mercado composto por Notas do Tesouro Nacional) subiu 8,2% e o IFIX, 12,8%, conforme gráfico abaixo. Ao mesmo tempo, o CDI representou uma valorização de “apenas” 2,3% no período. Este “rali” de valorização faz com que muitos acreditem que não há espaço suficiente para grandes valorizações adicionais, mesmo em um cenário onde o impeachment se concretize.





## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

No caso dos FIs, existe um fator adicional que impacta diretamente a análise desta valorização. Devemos lembrar que, até o dia 15 de dezembro do ano passado, existia uma percepção de que os FIs estavam bem precificados, dado o cenário de grande incerteza no mercado imobiliário. Assim, suas cotas já estavam “exageradamente” descontadas. Acreditávamos, então, na estabilidade do preço das cotas dos FIs com algum viés de valorização, devido a esse excessivo desconto. Ocorre que, em 16 de dezembro, chegou ao mercado uma importante discussão sobre a potencial perda da isenção fiscal sobre os rendimentos distribuídos pelos FIs, problemática esta advinda da possível aprovação da MP 694. Dentro desse cenário, o IFIX apresentou uma desvalorização de 9,3% entre 15 de dezembro de 2015 e 28 de janeiro deste ano.

Considerando que o IFIX valorizou-se 9,2% apenas em março e 5,4% no acumulado de 2016, faz-se necessário, na realidade, analisar a performance do índice desde o fato gerador de toda esta especulação – possível tributação nos FIs – ao invés de analisarmos apenas sua performance isolada neste mês. Ao dividirmos esse período em duas partes, vemos que, de dezembro

do ano passado até março deste ano, o IFIX valorizou-se 3,1%. Além disso, se analisarmos apenas o preço das cotas dos 69 Fundos que compõem o IFIX nesta mesma janela, 38 têm o preço atual inferior ao preço apresentado em dezembro, ou seja, apesar da boa retomada, a maioria dos fundos (55%) ainda não se recuperou da desvalorização ocasionada pela insegurança fiscal provocada pela votação da MP.

Há também de se analisar que, desde dezembro, alguns fundos divulgaram Fatos Relevantes de vacâncias importantes e tiveram retornos negativos expressivos. Assim, também nos parecia possível que esses fundos estivessem a distorcer o retorno de 3,1% do IFIX, nesta janela. No entanto, quando excluímos estes FIs da análise, o retorno ajustado é de 5,1%, ou seja, um número ainda tímido para afirmarmos que houve de fato um rali nos Fundos Imobiliários neste primeiro período.

Separamos também o preço das cotas dos 10 FIs mais líquidos que compõem o índice e obtivemos uma conclusão semelhante, já que, no conjunto, essas cotas tiveram valorização média ponderada de 5,4% desde dezembro, como demonstrado a seguir:

## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Fundo	Retorno
TB OFFICE FII - TBOFI I	17,8%
BB PROGRESSIVO FII - BBFI I B	16,8%
CSHG BRASIL SHOPPING FII - HGBS I I	8,9%
BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE FUND FII - BRCRI I	7,7%
SANTANDER AGÊNCIAS FII - SAAG I I	7,4%
KINEA RENDA IMOBILIÁRIA FII - KNRI I I	2,8%
KINEA RENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS FII - KNCRI I I	2,7%
CSHG LOGÍSTICA FII - HGLGI I	2,6%
JS REAL ESTATE MULTIGESTÃO FII - JSRE I I	-0,8%
CSHG REAL ESTATE FII - HGRE I I	2,5%
<b>MÉDIA PONDERADA</b>	<b>5,4%</b>

Por fim, existem ainda dois cenários que podem ter pressionado o retorno do IFIX para baixo:

- 1) A percepção de que uma eventual tributação ainda é possível;
- 2) Uma piora do mercado imobiliário, deslocando as expectativas para baixo;

Obviamente, não podemos afirmar a respeito da probabilidade de uma eventual tributação dos FIs voltar à pauta, mas nos parece que esta discussão está cada vez mais distante, uma vez que já nas últimas versões do texto da MP 694, excluíram-se os FIs existentes da nova

tributação. De igual modo, não enxergamos uma piora significativa do mercado imobiliário neste curto período de tempo, sendo que apenas se concretizaram neste trimestre vacâncias já esperadas pelo mercado.

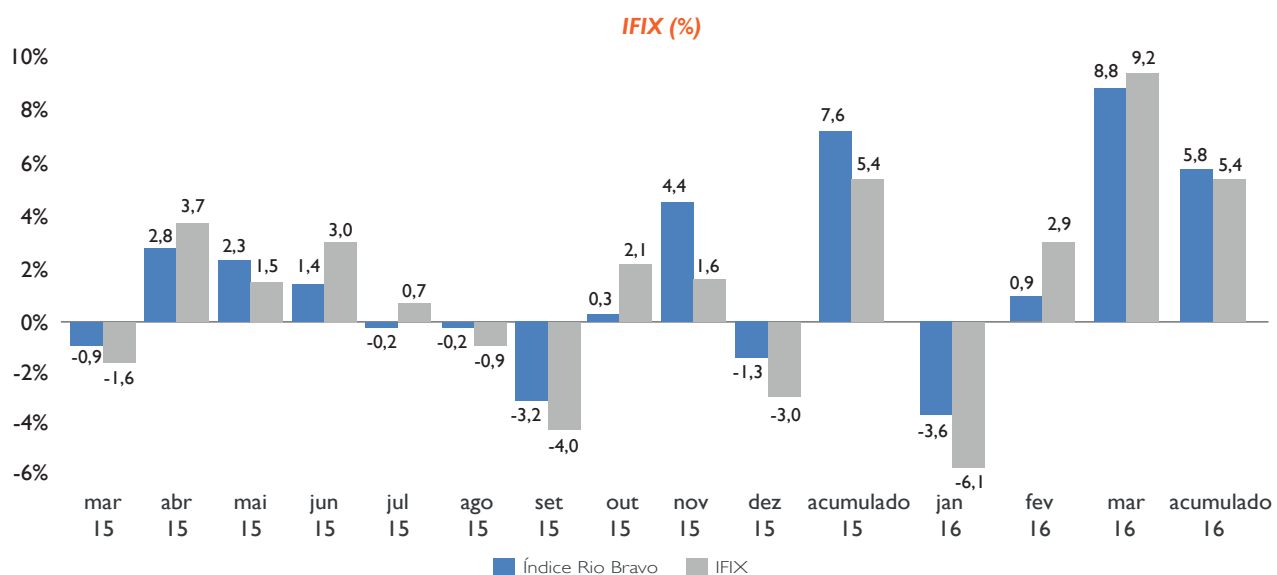
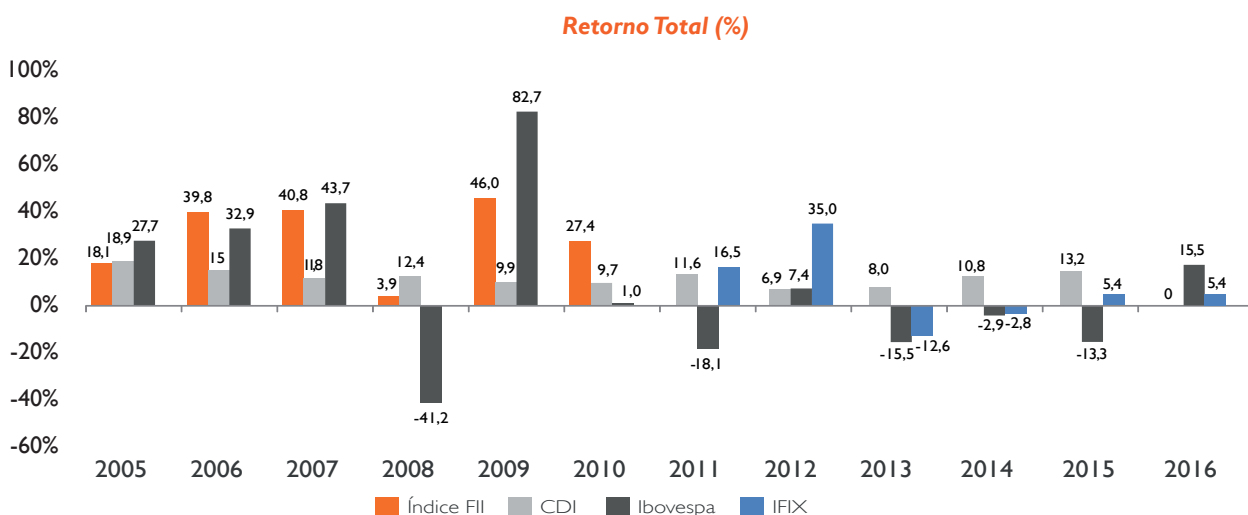
Apesar de não ir ao encontro de nossa hipótese inicial – de que um rali dos Fundos Imobiliários tinha de fato ocorrido –, nossa análise nos levou a concluir que ainda existe um espaço para nova valorização do IFIX, dado que as incertezas do mercado imobiliário e a alta taxa de juros já haviam sido precificadas nos preços das cotas dos FIs durante os últimos anos. Se considerarmos que a tributação dos rendimentos não se concretizará e os Fundos, na média, já retomaram o mesmo preço de 15 de dezembro (variação de 0,10% no período), e ainda somarmos a este cenário o possível impeachment e consequente reflexo na curva de juros, nos parece bastante provável que o IFIX supere os dois dígitos rapidamente.

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 FIIs administrados pela Rio Bravo disponíveis para negociação na BM&FBo-

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





Mês de março de ganhos expressivos... em que os grandes fundos multimercado ficaram para trás.

O cenário político elevou consideravelmente a probabilidade de impeachment da presidente da República. Expectativas positivas fizeram com que o Ibovespa subisse 10,7% no período, enquanto o real, também ajudado pela fraqueza do dólar no exterior, apreciou 10,19%. O movimento nas taxas de juros – em consequência nos títulos públicos – foi ainda mais acentuado proporcionalmente com projeções de queda da inflação já em 2016.

Em um cenário de otimismo, era de se esperar que os fundos multimercado macro surfassem a onda. Engano. O primeiro trimestre do ano tem sido cruel para a grande maioria. Os fundos com exposição a Brasil mantinham posições elevadas de dólares contra real, enquanto os fundos focados no exterior concentravam suas apostas no dólar contra as diversas cestas de moedas.

Nossos portfólios, em especial as carteiras de fundos imobiliários, continuam mostrando valor no ano. Ao mesmo tempo em que os fundos diversificados, por conta de suas alocações em renda variável e juros, compensaram alocação em câmbio e rodaram em torno do CDI, os fundos imobiliários tiveram o melhor mês em mais de dois anos.

A combinação de taxas de juros mais baixas, contínua recuperação do imbroglio da MP 694 (edição de janeiro) e procura por ativos descontados fez com que o IFIX reagisse 9,2% no mês. O índice, porém, não conta a história toda. Fundos como o BRCR I I, destaque na maioria dos portfólios e alvo de nosso rebalanceamento em janeiro e fevereiro, subiram mais de 10% em 30 dias e 35% das mínimas observadas.

### Exposição na Europa

Renda variável na Europa continuou volátil em março, mas nosso fundo de alta convicção apresentou retorno em euros acima de 3% no período. A força da moeda europeia contra o dólar também ajudou a compensar parte da apreciação do real frente às outras moedas. Enquanto o dólar perde para o real no período, o fundo Rio Bravo Columbia Threadneedle European teve performance de -3,24% apenas. O cenário externo se mostra menos volátil e investidores voltam a procurar risco. De qualquer forma, não há consenso sobre o movimento de juros nos EUA, e ficamos mais próximos do referendo sobre a permanência do Reino Unido na Comunidade Europeia.



	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 Pandas FIC FIM	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	SMLL	IMA - B
março 16	1,23	1,09	3,99	10,07	7,62	-3,54	0,67	2,83	7,78	-6,23	6,60	1,67	0,70	1,16	16,97	11,39	5,31
fevereiro 16	1,04	0,95	1,86	-5,59	0,04	0,94	0,44	1,61	3,45	0,79	0,97	0,86	1,43	1,00	5,91	4,66	2,26
janeiro 16	1,06	1,01	1,34	-5,42	-2,94	1,79	1,63	2,06	-2,54	0,48	-0,51	1,25	1,04	1,05	-6,79	-8,53	1,91
dezembro 15	1,12	1,11	1,53	3,58	0,66	1,23	0,72	1,05	-1,50	-0,08	0,07	0,82	1,02	1,16	-3,93	-5,27	1,52
novembro 15	1,11	1,01	0,89	0,10	0,70	1,78	1,38	0,91	-0,64	0,50	1,35	0,95	1,06	1,06	-1,63	-1,98	1,03
outubro 15	1,09	1,06	1,67	4,05	3,75	0,88	0,96	1,33	1,56	-0,22	3,20	1,71	1,29	1,11	1,80	5,45	2,58
setembro 15	1,06	1,07	0,46	-1,91	-1,25	0,52	0,76	-1,09	-1,92	7,36	-2,96	0,34	0,28	1,11	-3,36	-2,71	-0,68
agosto 15	1,08	1,07	-0,08	-8,00	-8,91	-0,80	0,28	-1,43	-6,65	3,77	-2,23	0,56	-0,55	1,11	-8,34	-9,13	-3,11
julho 15	1,19	1,13	1,03	-2,17	-1,92	-	2,29	0,68	-2,29	9,68	-0,53	1,27	1,43	1,18	-4,17	-3,75	-0,73
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	-1,17	-0,27
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	-2,38	2,57
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	3,04	2,44
Ano	3,36	3,09	7,34	-1,71	4,51	-0,90	2,76	6,63	8,66	-5,04	7,08	3,82	3,21	3,25	15,47	6,64	9,75
12 meses	13,82	13,19	16,99	-7,81	-4,42	-	11,64	11,90	-0,92	13,31	7,81	13,51	11,64	13,77	-2,32	-11,50	16,17
Desde o início	118,04	121,25	33,60	370,96	-3,07	2,71	102,28	61,03	-4,54	50,81	8,22	29,15	15,73				
PL Atual (R\$Mil)	135.846	32.184	12.263	27.661	50.207	7.061	0	0	2.838	10.525	14.997	27.518	34.181				
Data de início	14-ago-08	27-dez-07	27-fev-13	8-set-04	17-mai-12	17-Aug-15	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%	1,10%	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	20% do que exceder CDI	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.

