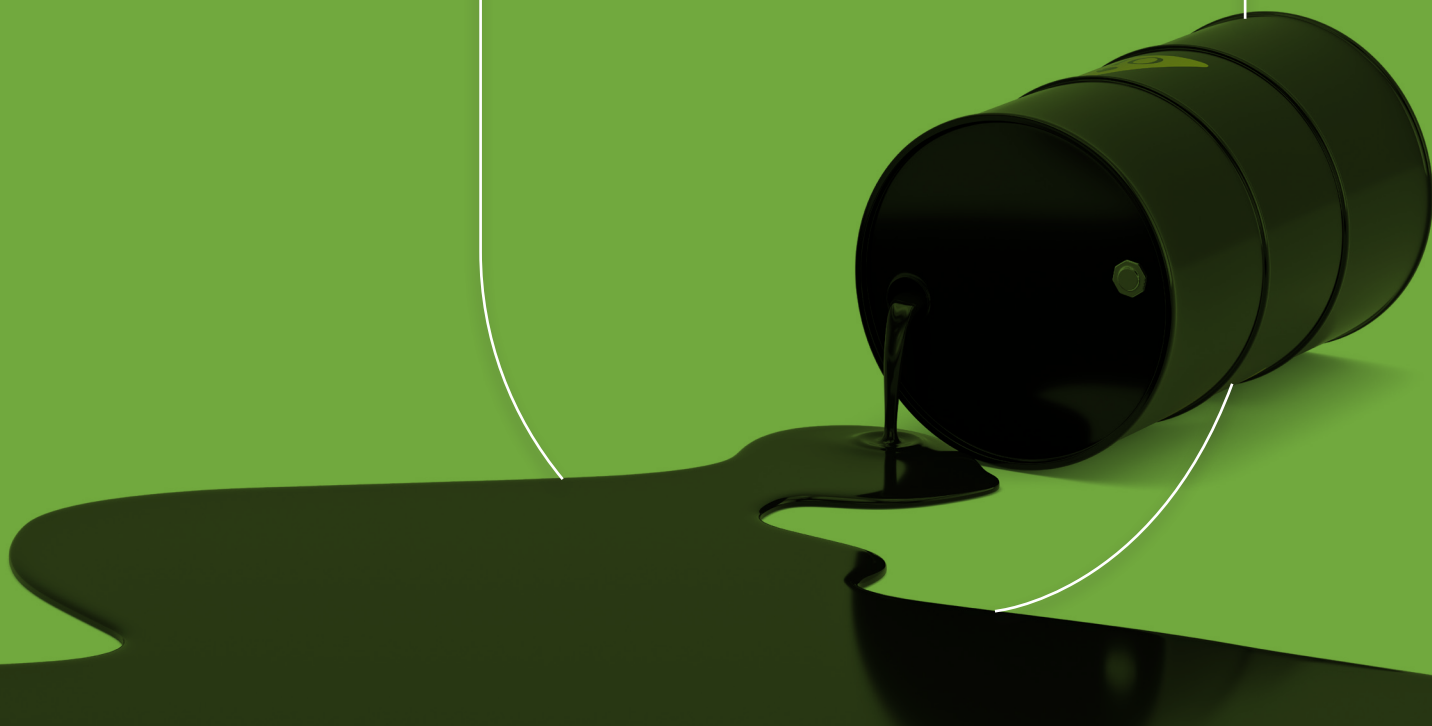


março
2022

ESTRATÉGIAS

Rio Bravo



O choque externo

Em matéria fiscal, estamos no topo do ciclo político. A eleição se aproxima, os mandatos vão se esgotando e, como é de praxe, as autoridades, nos três níveis, fazem o que podem para exibir mais realizações, quase todas tendo que ver com mais despesa. Mas como há muitos limites para a criação de novos gastos, o governo trabalha intensamente com adiantamentos e antecipações, e com metas que nem sempre é capaz de cumprir. É uma temporada das promessas e sonhos que parece se iniciar.

Muitas ideias novas têm sido aventadas e um “pacote de bondades” foi apresentado ainda que possa ser complementado. Por enquanto, já se anunciou o adiantamento do décimo terceiro de aposentados, resgate de saldos do FGTS e novos programas de crédito. O pacote está bem longe de ser transformacional. Ainda assim, permanece certo temor em relação ao descontrole fiscal, um temor já habitual, pois afinal, o patamar de dívida pública em que o Brasil se encontra não permite muito conforto.

“O grande tema do mês foi, sem dúvida, a guerra na Ucrânia e seus impactos.

Mas os assuntos mais discutidos no mês foram outros.

O grande tema do mês foi, sem dúvida, a guerra na Ucrânia e seus impactos. Foi uma péssima notícia para quem esperava os efeitos econômicos da conversão da pandemia em endemia e uma evolução positiva e consistente dos indicadores de atividade. O presidente já se preparava para declarar encerrada a pandemia, mesmo sem tanta clareza sobre o exato significado desse movimento, mas teve que esperar.

No primeiro momento, a guerra parecia um “choque adverso”, como foram os do petróleo na segunda metade dos anos 1970, que fizeram história. Mas o país é bem diferente, bem como a situação.

O efeito líquido da guerra na Ucrânia sobre os termos de troca do país pode mesmo ser positivo, tendo em vista o impulso que promoveu em diversas *commodities* que o Brasil exporta. Tanto a Ucrânia como a própria Rússia são grandes produtores de *commodities* agrícolas, e sua ausência desses mercados beneficiará seus concorrentes, como o Brasil.

Além disso, o Brasil é produtor e exportador de certo tipo de petróleo, ainda que permaneça importador de outro tipo de petróleo. É bem diferente do que tínhamos em 1973, especialmente no terreno do comércio exterior.

O impacto da guerra sobre a balança comercial brasileira também é indefinido, talvez mesmo positivo. Essa percepção se firma logo nas primeiras semanas da guerra, o que tem lá o seu efeito sobre a taxa de câmbio, pois o real se fortalece, e se firma, em patamar abaixo de R\$ 5. Talvez tenha havido um *selloff* exagerado do real e dos ativos brasileiros em 2020-21, o que poderia contribuir para explicar, junto com a elevação dos juros, as entradas de capital e o fortalecimento do real nesse momento, com todas as incertezas que estão no ar.

Parece haver pouca dúvida, por outro lado, que o efeito da guerra é inflacionário. Ainda que o balanço de pagamentos brasileiro não se abale, os maiores preços para as *commodities* vão impactar os preços ao produtor e os custos das empresas, isso sem falar no assunto sempre politicamente delicado dos preços dos derivados do petróleo. Na verdade, é este o tópico que concentra o interesse dos políticos, embora as atenções de desviam para a Petrobras e não tanto para a inflação

O governo tenta encontrar fórmulas de aliviar os impactos da guerra, ou do aumento no preço do petróleo sobre os preços em reais de seus derivados, mas empaca nas velhas pendengas sobre a política de preços da Petrobras. Não há muito como desviar da regra pela qual os derivados acompanhem os preços internacionais; não é um assunto popular, nem intuitivo, mas é daquelas regras da economia que os políticos fazem bem em respeitar porque as alternativas são sempre péssimas, conforme amplamente demonstrado pela experiência.

É claro que, no papel, a ideia de um imposto regulatório pode funcionar, assim como uma alocação orçamentária, ou várias, para públicos vulneráveis atingidos mais frontalmente pelo petróleo mais caro. Mas quase todas essas possibilidades já foram tentadas no passado, com destaque para a CIDE, que acabou descaracterizada.



Nenhum governante quer ficar inerte diante de um choque do petróleo

Nenhum governante quer ficar inerte diante de um choque do petróleo, mas talvez o melhor curso de ação seja esbravejar, sem fazer nada muito polêmico.

Uma vez mais, todavia, o governo quis inovar nesse assunto e se frustrou. Mas foi bem antes da guerra na Ucrânia, quando o presidente da companhia, general Luna e Silva, veio para substituir Roberto Castelo Branco em uma crise anterior, também relacionada a preços de derivados.


Para o bem da empresa, todavia, o general Luna e Silva não introduziu as modificações que o presidente esperava nas políticas de preço da companhia, e acabou demitido pelos mesmos motivos que abateram o seu antecessor.

É provável que o desejo do presidente seja mesmo um conjunto vazio. É provável que Adriano Pires, um reconhecido especialista em assuntos de energia e o nome inicialmente escolhido para comandar a

Petrobras, tampouco fosse capaz de entregar o que o presidente pretende. Antes disso, porém, o próprio Adriano desistiu do desafio, alegadamente em razão do destino a ser dado à sua empresa de consultoria.

O episódio mais notável de fórmula mágica fracassada nesse assunto foi o da Nova Matriz Econômica, de triste memória. Não se imagina que Jair Bolsonaro venha a cometer exatamente esses mesmos erros. Mas não dá excluir essa possibilidade.

O novo presidente da Petrobras tem diante de si um desafio muito sério, pois o assunto não é apenas uma idiosincrasia de Bolsonaro. Na verdade, foi uma surpresa reveladora que a fala do ex-presidente Lula, extensamente divulgada em inserções televisivas no âmbito da propaganda partidária, tenha trazido a proposta de “abrasileirar os preços dos combustíveis”, e a partir das exatas justificativas da Nova Matriz.



Lula emitiu suas primeiras mensagens sobre a economia tratando exatamente de preços de combustíveis, e do jeito errado.

Para quem esperava que a “velha guarda” dos economistas do PT estivesse afastada das definições de diretrizes econômicas da campanha de Lula, isso não foi uma boa notícia: depois de um longo silêncio, e com palavras cuidadosamente escolhidas, Lula emitiu suas primeiras mensagens sobre a economia tratando exatamente de preços de combustíveis, e do jeito errado, com todo o sotaque da Nova Matriz. É claro que pode voltar atrás, vamos aguardar os próximos movimentos, mas foi um péssimo começo.

Só há uma certeza, a de que a campanha presidencial, que apenas ensaia seus primeiros movimentos mais significativos, ainda nos reserva muitas reviravoltas.

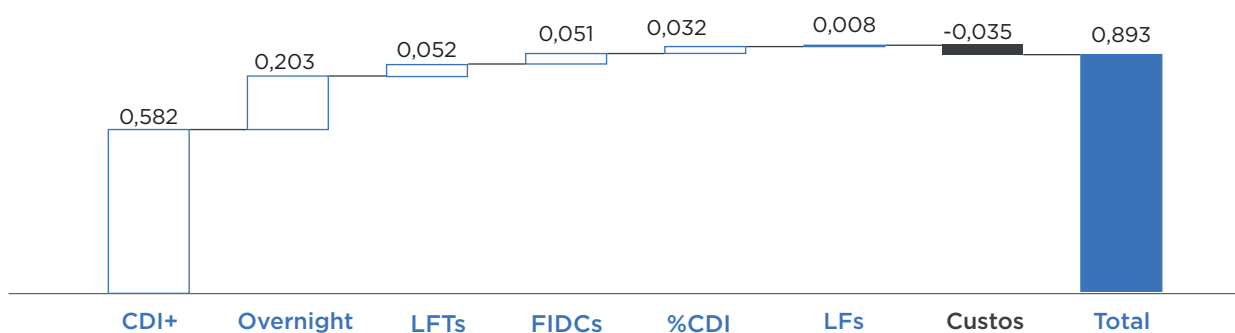
RENDA FIXA

Evandro Buccini
evandro.buccini@riobravo.com.br

Em março, o fundo **Rio Bravo Crédito Privado** teve novamente performance positiva, atingindo [113%] do CDI. O rendimento do mês foi proporcionado principalmente pelo carregamento dos ativos na carteira e um pouco pelo

fechamento de spreads. Debêntures, em especial em CDI+, e LFTs foram os maiores contribuintes para o desempenho do fundo no período, conforme pode ser visualizado no gráfico seguinte.

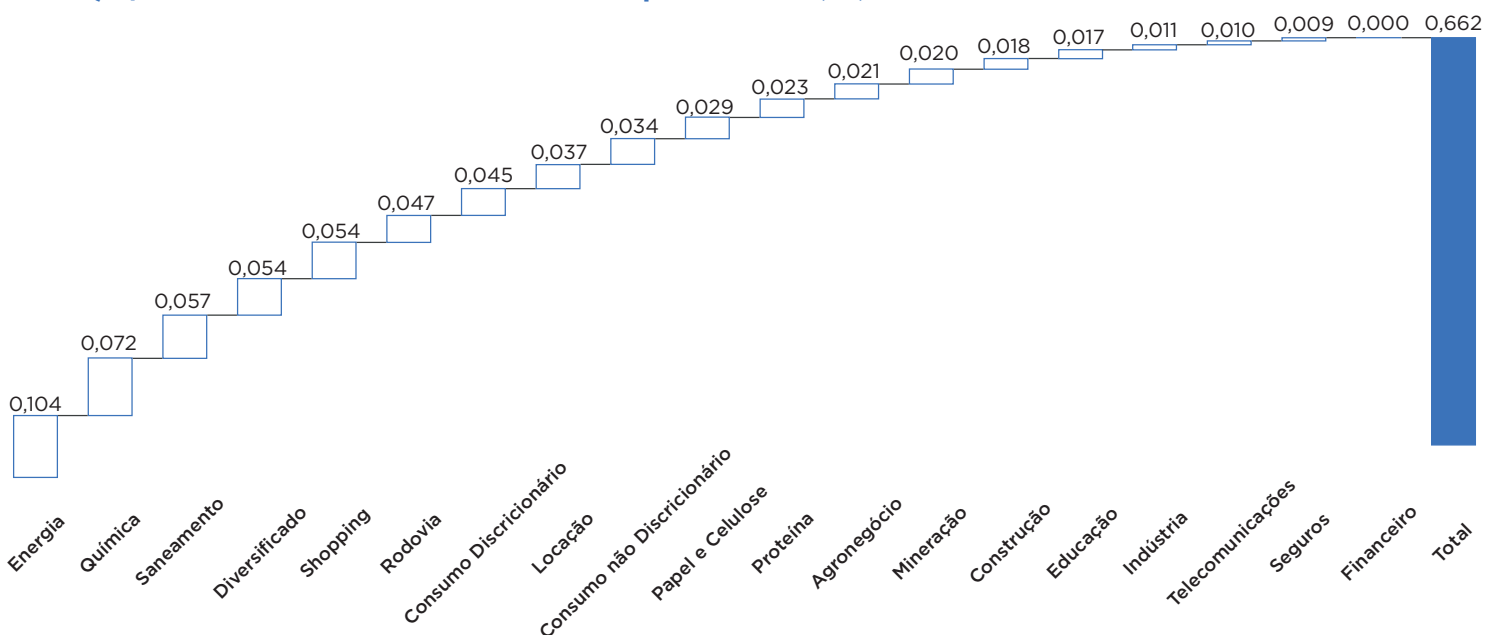
Março/22 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Todos os setores apresentaram contribuições positivas para o fundo. Os setores de Energia Elétrica, Química e Saneamento, nossas posições mais relevantes no portfólio,

foram os principais destaques. O fundo encerrou março com 66% de seu PL em debêntures e FIDCs, sendo eles 100% indexados pelo CDI.

Março/22 Performance Breakdown por setor (%)



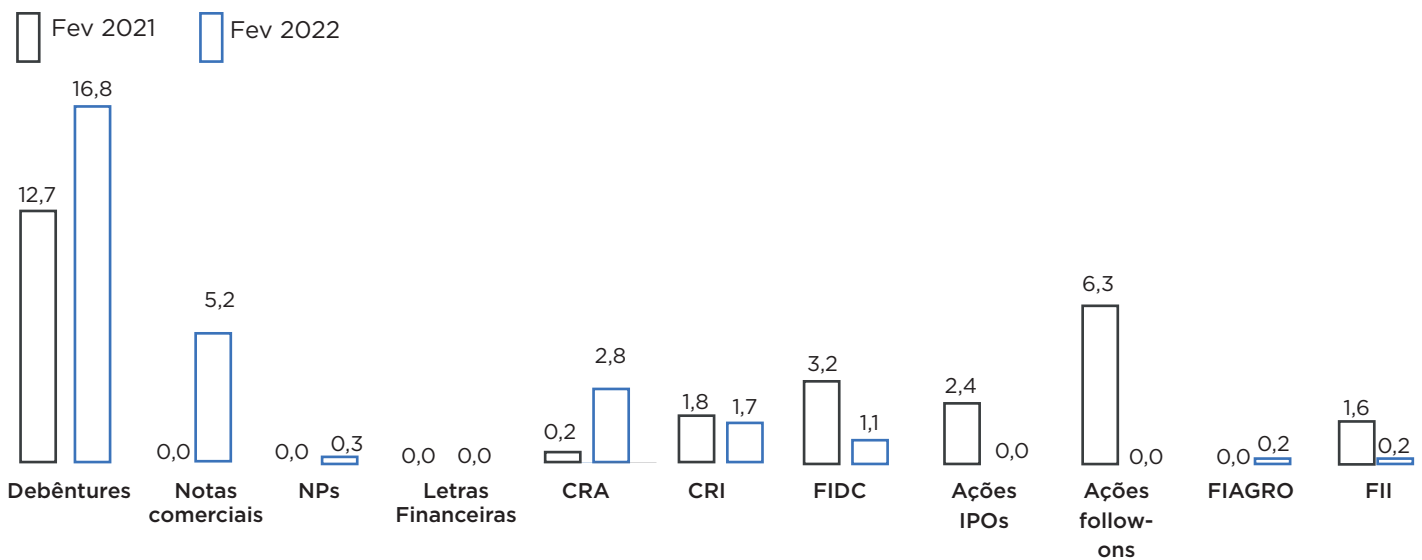
Ao longo do último mês, notamos um mercado primário mais aquecido, com diversos emissores acessando o mercado de capitais. Participamos de onze roadshows de emissões primárias de debêntures e LFs, com uma entrando na nossa carteira. As demais ainda estão no processo de avaliação.

Ecovias, uma das subsidiárias da Ecorodovias, é a concessionária responsável pela exploração e manutenção dos 176,8 km do Sistema Anchieta-Imigrantes, prestando serviços aos mais de 30 milhões de veículos que circulam anualmente. O Sistema Anchieta-Imigrantes (SAI) é a principal ligação entre a região metropolitana de São Paulo e o Porto de Santos – o maior da América Latina –, o Polo

Petroquímico de Cubatão, as indústrias do ABCD e a Baixada Santista. É uma concessão madura com forte geração de caixa. Além disso, o segmento de concessão rodoviárias é caracterizado pela resiliência e previsão do seu faturamento, com proteção em relação a pressões inflacionárias.

Em relação ao mercado primário de crédito privado, observou-se em fev/22 um volume considerável de emissões de debêntures, atingindo R\$ 16,8 bi, montante muito superior aos R\$ 12,7 bi de fev/21, segundo dados disponibilizados pela ANBIMA. Os fundos tiveram participação de 34% do volume captado no mês, demonstrando um apetite maior para ativos da classe de renda fixa. Os dados disponibilizados pela ANBIMA encontram-se abaixo:

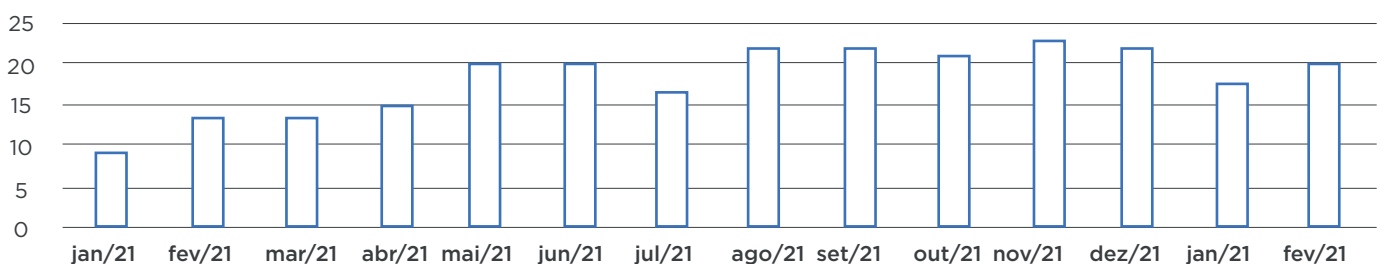
Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)



Já no mercado secundário, o time de gestão movimentou o equivalente a 4,6% do PL do fundo no mês de fevereiro vs. 1,7% em janeiro. Aproveitamos para aumentar nossa posição em Ecorodovias e diminuir nossa exposição na AutoBan e Multiplan. De igual modo, utilizamos o fechamento de *spread* de AutoBan para vender com

ganho de capital e alocar o recurso em Ecorovovias, que mostrava uma taxa mais atrativa e *duration* mais curta. Por fim, o mercado secundário demonstrou um nível de volume negociado igual aos meses anteriores de R\$ 20bn, demonstrando a sua relevância na gestão de fundos de debentures.

Volume Total Negociado (em Bilhões R\$)



O nosso portfólio conta com mais de 30 emissores e em diferentes setores, tornando uma carteira pulverizada e com baixa concentração. Buscamos alocar em emissores de boa qualidade de crédito e líderes em seus respectivos

segmentos de atuação. Continuamos a avaliar, também, oportunidades de investimento em debêntures e LFs no mercado secundário.

INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Anita Scal

anita.spichler@riobravo.com.br

No pós-pandemia, Nova York vê alguns de seus prédios comerciais se transformarem em residências. Será que a moda pega no Brasil?

Já pensou em morar em uma residência que antes era ocupada por um prédio comercial? Como seria trocar as salas de reunião por salas de estar, e adaptar quartos onde antes eram mesas de trabalho? Aparentemente, os Nova Iorquinos estão aprovando a ideia. Esta nova tendência vem chamando a atenção de investidores e desenvolvedores imobiliários para o mundo pós-pandemia.

Na parte sul de Manhattan, em Nova York, conhecida por ser um grande centro financeiro global e representada por sua rua mais famosa, Wall Street, este movimento vem tomando cada vez mais força. O Edifício One Wall Street, que já foi a sede do Irving Trust e do BNY Mellon, passou pelo maior *retrofit* da história de Nova York para se transformar em um prédio residencial¹. O arranha céu, que foi construído na década de 1930, possui mais de 200 metros de altura e mais de 100 mil m² de área construída. É um grande marco de Wall Street, assim como a renovação do seu uso.

Ainda que o projeto seja anterior à pandemia, parece que a digitalização do trabalho pode acelerar este tipo de processo, com outros edifícios sinalizando o mesmo caminho em Nova York. A taxa de vacância geral² de escritórios em Manhattan passou de uma média histórica de aproximadamente 9,6% para 20,4% em dois anos³, com este estoque vago muito concentrado nos prédios mais antigos, que perderam força de negociação em meio à entrega de edifícios novos e redução de demanda.

O caminho da renovação do uso pode trazer benefícios tanto para a sociedade, aumentando a oferta de residências onde o preço de moradia é um dos mais caros do mundo, quanto para os proprietários, que deixam de brigar por preços em um ambiente tão competitivo para edifícios corporativos defasados.

E se a moda pega na Faria Lima?

Será que vamos ver este movimento aqui no distrito financeiro mais famoso de São Paulo? Nossa resposta é clara: não veremos. Para isso, vale explicar algumas diferenças e semelhanças entre a Faria Lima e Wall Street. Primeiro, os dois mercados se assemelham em um quesito: escassez de terrenos. Manhattan é uma ilha e não existe oferta de terrenos para novos empreendimentos. Com isso, o *retrofit* é sempre uma boa forma de adequar o estoque imobiliário às necessidades dos usuários, já que não existe espaço para novos prédios, favorecendo desenvolvedores a entrar neste tipo de negócio.

Apesar de a Faria Lima também ser um mercado de escassez de terrenos, São Paulo é uma cidade em desenvolvimento, de grande extensão territorial e pouco verticalizada em algumas regiões. Ou seja, existem oportunidade para desenvolvimento de outras regiões em lançamentos tradicionais, sem precisar recorrer aos *retrofits* de mudanças de uso, que sempre trazem mais riscos associados à construção. Ainda, enquanto Manhattan começou seu desenvolvimento imobiliário

corporativo há mais de 100 anos, a Faria Lima ainda é jovem e boa parte dos seus edifícios corporativos são de alta qualidade, com capacitação técnica de ponta, e conseguem continuar atraindo bons inquilinos.

Segundo, as restrições para construção em Manhattan são historicamente muito baixas. Com isso, é possível os desenvolvedores tirarem o maior proveito possível dos terrenos e trazendo um alta oferta de metros quadrados locáveis. Pelos nossos cálculos, o One Wall Street possui uma relação de área construída e terreno de aproximadamente 25 vezes, que é extremamente alta para os padrões brasileiros.

Esta alta oferta sempre foi bem absorvida, porque Nova York tem infraestrutura de transporte e uma capacidade de atrair talentos muito grande. Contudo, quando mudanças estruturais acontecem, este estoque tende a ficar mais ocioso, principalmente de prédios de pior qualidade e mais antigos.

Já na Faria Lima, que faz parte de uma operação urbana de São Paulo, o máximo que um incorporador pode construir de área locável comparada com a área do terreno é de 4x, desde que exista CEPAC (título oneroso exigido pela prefeitura para construção) para isso, que também é escasso. Com isto, o estoque é muito mais baixo e menos suscetível a estas mudanças. Sem entrar no mérito se as restrições são boas ou não para a sociedade, não há dúvidas de que elas beneficiam os proprietários, porque controlam o estoque e a concorrência, permitindo um equilíbrio melhor entre oferta e demanda nos casos de mais estresse. Como base de comparação, a cidade de Nova York possui 4,3 m² per capita de escritórios corporativos enquanto que São Paulo possui apenas 0,63m² per capita.³

Com isso, os proprietários continuam tendo poder de barganha nas negociações com inquilinos por aqui. Segundo dados da Buildings, a vacância física da região

da Nova Faria Lima passou de 8,82% no 2T2021 para 4,72% no 4T2021 e já começa a se aproximar dos níveis pré-pandemia, quando a vacância da região atingiu 3,4%. O FII The One gerido pela Rio Bravo, por exemplo, que possui participação no edifício 100% ocupado de mesmo nome na região da Faria Lima, realizou neste mês uma revisonal de valores de locação com um de seus locatários, com aumento de 36% no valor de locação, demonstrando que os proprietários já estão com poder de barganha na região para recuperar os preços dos aluguéis.

Esta redução da vacância e alta absorção na Faria Lima também ajudam a corroborar que os escritórios vão continuar sendo importante para as empresas, mesmo no ambiente de teletrabalho, principalmente para os prédios de alta qualidade e bem localizados. Muitas das empresas gigantes de tecnologia, que estão há muito tempo familiarizadas com esta nova forma de trabalhar, estão crescendo em espaços de escritórios ao redor do mundo³.

Portanto, apesar deste movimento trazer lições e aprendizados importantes, acreditamos que é pouco provável ver isso acontecendo na Faria Lima. Mas ele pode ser possível em outras regiões do Brasil. Esta poderá ser uma opção no radar dos proprietários, caso um imóvel corporativo esteja em um grande centro urbano com escassez de terrenos e baixa demanda de imóveis corporativos. É uma opção também para resgatar imóveis em centros das grandes capitais do Brasil - como alguns investidores já têm feito - local com déficit de preservação e zeladoria, como uma forma de revitalização da região, que tem uma oferta de prédios bastante antigos e pouco competitivos.

Este movimento também traz um aprendizado muito importante para os investidores imobiliários: localizações desejadas e valorizadas sempre terão algum tipo de demanda e os imóveis não precisam ficar vagos por muito tempo, mesmo que precisem de uma reforma para modificar o uso.

¹One Wall Street: the residential takeover of a banking behemoth | Financial Times (ft.com)

²Vacância geral: Considera espaço disponíveis para locação diretamente, além de espaços para sublocação.

³ <https://www.us.jll.com/en/trends-and-insights/research/office-market-statistics-trends/new-york>

³ <https://cidades.ibge.gov.br/brasil/sp/sao-paulo/panorama>

MULTIMERCADO

Evandro Buccini
evandro.buccini@riobravo.com.br

Um dos primeiros tópicos no estudo de finanças é o conceito de arbitragem – um lucro que pode ser obtido sem risco e sem capital. Avançando na matéria, logo somos apresentados à teoria dos mercados eficientes e redescobrimos que não há almoço grátis, uma vez que o mercado não permitiria esses ganhos. Durante a década de 1980, foi desenvolvido o conceito de arbitragem estatística, uma versão mais fraca da noção de “arbitragem real”, que se fundamenta em diferentes modelos matemáticos e estatísticos para encontrar situações que se aproximam do conceito de arbitragem.

Em sua forma mais básica, temos o *Pair Trading*. Neste modelo, buscamos dois ativos que sejam cointegrados, isto é, tem alta correlação no longo prazo mesmo que desviem no curto. Para entender a cointegração, é comum o uso da imagem de um bêbado caminhando com dois cachorros em coleiras de um metro cada. Não sabemos onde estará o bêbado daqui uma hora, mas, desde que ele se mantenha segurando as coleiras, sabemos que os cachorros não podem estar a mais de dois metros um do outro.

Levando essa metáfora para o mercado financeiro, ao encontramos estas ações cointegradas, podemos observá-las e, assim que uma delas ultrapassarem “o limite da coleira” – que pode ser, por exemplo, a diferença entre o preço delas – podemos realizar uma operação de compra de uma e venda de outra com a expectativa que a diferença retornará ao seu padrão estatístico no longo prazo. Com base nos dados históricos, é de se esperar que elas retornem ao seu padrão estatístico e é essa diferença entre o momento e o histórico que será “arbitrada”.

Esse método é fundamentado em uma regressão à média. A ideia de que, mesmo que existam surpresas que quebrem essa ligação a curto prazo, no longo prazo elas vão retornar para o seu padrão histórico. Isso, à primeira vista, parece contraintuitivo, visto que se trata de empresas distintas e que podem, e ativamente tentam, se diferenciar uma da outra. Entretanto, em vários dos casos, o que leva a essa relação entre os ativos é o fato de que eles respondem a choques macroeconômicos e de mercado de forma similar, acompanhando as mesmas tendências de mercado, ainda que em níveis diferentes. Outra explicação possível

vem das finanças comportamentais, segundo a qual, em linhas gerais, os mercados não são tão eficientes no curto prazo quanto gostaríamos e, por isso, acabam reagindo desproporcionalmente a algumas notícias, permitindo que este tipo de estratégia obtenha ganhos em alguns períodos.

Este é apenas um dos tipos de arbitragem estatística que estão disponíveis. Com algumas modificações, o conceito pode ser aplicado não somente a ativos individuais, mas também a carteiras, grupos de ações, opções etc. Todavia, para todas estas, o grande desafio desse tipo de estratégia é não cair em armadilhas estatísticas na tarefa de encontrar os pares ou grupos. Se testarmos todas as combinações de pares possíveis, encontraremos algumas que não têm verdadeiramente uma relação e que, apenas por coincidência, passaram nos testes estatísticos.

Não utilizamos essa estratégia hoje em nossos fundos. Estamos estudando utilizar esse arcabouço como um instrumento adicional na construção de nossa carteira de multi-fatores com objetivo sempre de melhorar a relação risco retorno do fundo **Rio Bravo Sistemático** e oferecer uma alternativa de diversificação para as carteiras dos investidores.

Falando sobre performance, nosso fundo **Rio Bravo Sistemático** fechou o mês de março com um retorno positivo de 1.37% ou 147.3% do CDI. Entre nossas estratégias, os fatores de Momentum e Qualidade foram os que mais contribuíram para o fundo com 0.94% e 0.28% respectivamente.

Os principais ganhos do mês vieram de ativos dos setores de Utilidades Públicas e Materiais Básicos com contribuição positiva de 0.72% e 0.50 respectivamente enquanto os ativos dos setores de Consumo Cíclico e Industriais contribuíram negativamente com -0.68% e -0.18%.

No ano o fundo tem uma rentabilidade de 0.15% contra 2.4% do CDI, entre nossas estratégias, os fatores de Momentum e Qualidade lideram no ano com contribuição positiva de 0.45% e 0.3%. Iniciamos o mês de abril com uma exposição bruta de 92.5% e exposição líquida de 32%.

INFRAESTRUTURA

Aspectos relevantes para avaliação de crédito para projetos de geração distribuída: uma breve descrição de riscos

Victor F. Tâmega
victor.tamega@riobravo.com.br

O mercado de geração distribuída (GD) de energia elétrica no Brasil vem crescendo a taxas acachapantes desde 2012, quando da publicação da Resolução Normativa da ANEEL, a qual estabeleceu as primeiras e bem-sucedidas diretrizes para o funcionamento deste mercado.

A própria ANEEL propôs um prazo para avaliação dos benefícios sistêmicos da GD e, após muitas polêmicas como “taxar o sol”, o PL 5.829, que organizaria as bases do novo marco, foi amplamente discutido dando origem à Lei 14.300/21, definindo a GD, trazendo segurança jurídica e estabilidade regulatória para o setor definitivamente deslanchar de forma perene.

Sem muitos detalhes do novo marco, temos experimentado muitos desenvolvedores de projetos em busca de financiamentos para minigeração distribuída (Mini GD) via mercado de capitais e através de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Pela experiência da Rio Bravo na estruturação de ativos mobiliários e no setor de infraestrutura, consideramos relevantes os seguintes aspectos na avaliação dos riscos destas emissões, numa abordagem top-down, dos desenvolvedores para as características específicas dos ativos e da operação financeira:

Track record dos sponsors: Antes de avaliar a estrutura da emissão, é fundamental entendermos quem são os desenvolvedores, sua experiência no segmento, sua capacidade financeira e seus incentivos para desenvolvimento dos projetos. Neste quesito, é basilar “rodarmos” um processo de background check, know your third party, de forma a termos conforto quanto a questões de compliance, incluindo prevenção à lavagem de dinheiro (PLD), financiamento ao terrorismo (FT),

aspectos reputacionais ligação à corrupção e processos legais sensíveis.

Modelo de arrendamento da energia produzida e contrapartes envolvidas: Há vários modelos de arrendamento da produção energética de projetos de Mini GD, como autoprodução remota, em que há concentração de risco no consumidor (oftaker); ou consórcios e cooperativas, quando existe pulverização do risco de crédito em vários consumidores finais, normalmente pequenos comércios do subgrupo B3. Além disso, é preciso entender o processo de faturamento e controle dos recebíveis, incluindo a capacidade de cobrança de créditos atrasados e força comercial de atração de novos clientes num ambiente cada vez mais competitivo no segmento. Mais do que conhecimento técnico do setor elétrico, temos visto que a tecnologia é uma aliada fundamental para que esses processos sejam mais eficientes e produtivos.

Risco de completion dos projetos: Este quesito é de suma importância para o sucesso do empreendimento e, conseqüentemente, da operação financeira envolvida. Buscamos entender como será a estrutura de capital dos projetos e o comprometimento financeiro e estratégico com os ativos pelos acionistas, não somente no início e durante a sua implantação, mas, também, por todo o prazo de amortização do financiamento. Daí a importância da capacidade financeira e track record dos acionistas e desenvolvedores citados acima. Fundamental haver conforto sobre como será mitigado o risco de o projeto não entrar em operação no prazo e no orçamento inicialmente estimado e suas conseqüências financeiras, como variação cambial ou ruptura nas cadeias logísticas de fornecimento. A estrutura de

financiamento normalmente deverá contar com garantias fidejussórias adicionais para a devida mitigação de risco e alinhamento de interesses, principalmente no caso de projetos greenfield, uma vez que as contrapartes que implantam os empreendimentos muitas vezes têm capacidade financeira questionável para cumprir com possíveis multas e penalidades.

Riscos de receitas da Mini GD: Aqui, separamos o risco em dois outros, (i) o de produção do recurso energético e (ii) o da contraparte consumidora (offtaker) para quem a energia será arrendada. Como o volume produzido é diretamente relacionado à capacidade do projeto de atender a demanda das unidades consumidoras o do Sistema de Compensação de Excedentes de Energia (SCEE), devemos avaliar a qualidade do recurso (a exemplo do estudo solarimétrico no caso de uma Mini GD fotovoltaica) e a capacidade técnica e regulatória do empreendimento em gerar os MWh.

No **caso do offtaker**, é preciso entender se haverá concentração do crédito ou pulverização. No primeiro caso, a qualidade do crédito ou do rating independente (se houver) sustentará, ou não, as condições contratuais acordadas. Já no caso da tese de diversificação, é importante estarmos confortáveis com as práticas comerciais da concorrência, os índices de inadimplência de pagamentos e o churn (troca ou giro) de consumidores.

Riscos relacionados à operação dos projetos: Neste ponto, avaliamos basicamente se a manutenção e a operação (O&M) serão exercidas por time próprio e as condições contratuais (se houver). No caso de custos abaixo dos níveis de mercado, é necessário fazer uma equalização a preços de mercado quando a contraparte é fraca do ponto de vista de crédito.

O **risco regulatório** normalmente é baixo quando comparados a outros segmentos, inclusive de infraestrutura, porque não é uma concessão do ponto de vista do direito administrativo, ou seja, sem pagamentos de outorgas nem necessidades regulatórias de investimentos ao longo da vida operacional do ativo. No entanto, precisamos ficar atentos se os projetos gozam do chamado direito adquirido (regras antigas e em vigor de compensação de energia) ou se incorrerá nas regras a partir de janeiro de 2023, quando passa o período de transição da lei 14.300/21.

No **campo regulatório**, é fundamental a avaliação das componentes tarifárias a serem compensadas, o custo de Demanda Contratada e os impostos. No caso do ICMS, imposto estadual de grande peso no valor final das contas de energia (até 32%), alguns estados permitem a compensação total (energia bruta e sobre todos os componentes (TE e TUSD)), enquanto outros, apenas sobre a energia compensada e sobre apenas a TE.

Apesar de não se tratar de operações de project finance, esses projetos têm algumas características que permitem elevadas alavancagens através de emissões amortizáveis de longo prazo. Entendemos que, além da avaliação de cenários de estresse com base nos riscos elencados acima, um pacote de garantias reais aliado a garantias adicionais fidejussórias, bem como conta reserva de serviço da dívida, covenants e aspectos estruturais, como gatilhos para distribuição de recursos aos acionistas, são importantes para o alinhamento de interesses e mitigação de riscos inerentes a projetos de Mini GD.

PERFORMANCE

	Renda Fixa		Renda Variável	Multimercado		Índices							
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Sistemático FIC FIM	CDI	IBOV	SMLL	EURBRL	USDBRL	FTSE R\$ (ex-UK)	IMA-B	IFIX
março 22	1,03	0,88	7,70	1,37	-0,48	0,93	6,06	8,81	-9,59	-7,97	-10,93	3,07	1,42
fevereiro 22	0,87	0,80	-0,27	0,21	1,46	0,76	0,89	-5,19	-2,70	-2,98	-7,09	0,54	-1,29
janeiro 22	0,77	0,73	5,01	-1,41	-1,41	0,73	6,98	3,42	-5,34	-3,48	-10,58	-0,73	-0,99
dezembro 21	0,82	0,72	0,56	1,64	1,64	0,77	2,85	3,80	-0,59	-0,85	4,41	0,22	8,78
novembro 21	0,67	0,58	-2,85	0,88	0,88	0,59	-1,53	-2,29	-2,14	-0,23	-4,83	3,47	-3,64
outubro 21	0,56	0,46	-6,75	1,46	1,46	0,49	-6,74	-12,53	3,41	3,56	7,96	-2,54	-1,47
setembro 21	0,54	0,40	-3,71	1,84	1,84	0,44	-6,57	-6,43	3,02	4,97	-0,84	-0,13	-1,24
agosto 21	0,53	0,40	-3,79	0,79	0,79	0,43	-2,48	-3,82	-1,10	-0,51	2,69	-1,09	-2,63
julho 21	0,45	0,38	-4,58	1,01	1,01	0,36	-3,94	-5,80	4,98	4,88	5,42	-0,37	2,51
junho 21	0,36	0,30	-1,84	-1,28	-1,28	0,31	0,46	1,29	-7,69	-4,78	-5,74	0,42	-2,19
maio 21	0,33	0,26	6,02	-1,04	-1,04	0,27	6,16	6,32	-2,38	-4,02	0,66	1,06	-1,56
abril 21	0,31	-0,01	2,10	1,49	1,49	0,21	1,94	4,38	-1,08	-3,48	-0,68	0,65	0,51
março 21	0,35	0,05	8,29	-0,12	-0,12	0,20	6,00	4,56	-2,22	0,54	5,13	-0,46	-1,38
fevereiro 21	0,29	0,02	-1,68	1,49	1,49	0,13	-4,37	-1,84	1,79	2,41	3,70	-1,52	0,25
Ano	2,60	2,35	14,81	0,15	2,34	14,49	8,65	-17,22	-14,96	-26,09	3,09	-1,52	-2,27
12 meses	7,45	5,98	-1,24	6,68	6,38	3,98	-5,67	-20,97	-15,20	-20,48	5,17	-2,02	-5,04
24 meses	11,84	6,56	48,99	7,97	8,75	63,44	45,21	-8,90	-9,68	30,55	15,78	11,88	-7,78
36 meses	12,87	11,49	44,05	12,30	14,63	25,78	33,09	20,67	22,49	42,76	26,17	11,24	13,23
48 meses	20,35	17,57	46,98	23,51	21,90	40,59	48,75	28,73	43,20	57,49	43,46	17,16	19,36
Desde o início	223,57	214,63	776,14	67,92	65,70								
PL Atual (R\$Mil)	178.429,525	5.294,454	3.785,58	581,96	11.074,36								
Data de início	14-Aug-08	27-Dec-07	8-Sep-04	12-Mar-13	17-Aug-15								
Taxa de Administração (a.a.)	0,39%	0,25%	0,5% até 20M / 1,6% + de 20M	1,10%	1,50%								
Taxa de Performance (a.a.)	-	-	20% do que exceder Ibovespa	-	20% do que exceder CDI								

Rio Bravo

Paulo Bilyk

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

Gustavo Franco

Chief Strategist Officer
gustavo.franco@riobravo.com.br

Evandro Buccini

Diretor de Renda Fixa e Multimercado
evandro.buccini@riobravo.com.br

Anita Scal

Diretora de Investimentos Imobiliários
anita.spichler@riobravo.com.br

Vanessa Faleiros

Chief Operating Officer
Diretora Jurídico e Compliance
vanessa.faleiros@riobravo.com.br

Comercial

institucional@riobravo.com.br

Daniel Sandoval

Diretor Comercial
11 3509-6689
daniel.sandoval@riobravo.com.br

Fabiana Nani

Gerente Comercial
11 3509-6616
fabiana.nani@riobravo.com.br

Vanessa Valente

Gerente Comercial
11 3509-6615
vanessa.valente@riobravo.com.br

Ligia Pereira

Analista Comercial
11 3509-6687
ligia.pereira@riobravo.com.br

Relações com Investidores

Isabela Perez

11 3509-6657
ri@riobravo.com.br

Ouvidoria

0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br



Este material foi elaborado pela Rio Bravo e não deve ser considerado um relatório de análise para fins. Este material tem caráter meramente informativo, não constitui e nem deve ser interpretado como sendo material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão e alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Os prazos, taxas e condições aqui contidos são meramente indicativos. As informações contidas nesse material foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A Rio Bravo não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. Os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros discutidos nesse material podem não ser adequados para todos os investidores. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. Caso os ativos, operações, fundos e/ou instrumentos financeiros sejam expresso em uma moeda que não a do investidor, qualquer alteração na taxa de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade. A Rio Bravo não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Este material é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamentos da Rio Bravo, podendo ser divulgado também em seu site. Fica proibida a reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da Rio Bravo. Para maiores informações sobre os produtos, tabelas de custos operacionais, acesse www.riobravo.com.br. LEIA O MATERIAL ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA. AS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTE MATERIAL TÉCNICO SÃO BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES. A RENTABILIDADE AJUSTADA CONSIDERA O REINVESTIMENTO DOS DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO OU OUTROS RENDIMENTOS ADVINDOS DE ATIVOS FINANCEIROS QUE INTEGREM A CARTEIRA DO FUNDO REPASSADOS DIRETAMENTE AO COTISTA. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULÇÃO E MELHORES PRÁTICAS. Para informações, ligue para +55 11 3509-6600. Para reclamações, utilize o SAC/Ouvidoria: 0800-722-9910.

CONHEÇA NOSSAS ESTRATÉGIAS

Imobiliários

A Rio Bravo é pioneira em Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil e um dos principais players, atuando em estruturação, administração e gestão deste produto.

Escritórios

Aquisição e gestão de lajes corporativas
RCRB11 – Rio Bravo Renda Corporativa

Educacional

Aquisição e gestão de centros educacionais
RBED11 – Rio Bravo Renda Educacional

Varejo

Aquisição e gestão de lojas individuais
RBVA11 – Rio Bravo Renda Varejo

Fundo de Fundos

Alocação em FII's listados com foco em perpetuidade
RBFF11 – Rio Bravo Fundo de Fundos

Logístico

Aquisição e gestão de centros industriais e Logísticos
SDIL11 – SDI Rio Bravo Renda Logística

Residencial

Aquisição e gestão de imóveis residenciais
RBRS11 – Rio Bravo Renda Residencial

Renda Variável

Com histórico de quase 17 anos, a área de renda variável da Rio Bravo é pautada na análise fundamentalista voltada para o longo prazo. Temos histórico comprovado de retorno no longo-prazo, em linha com nossa filosofia de investimento.

Rio Bravo Fundamental FIA

Fundo de ações long-only iniciado em 2004, possui um dos melhores históricos de fundos de ações do mercado brasileiro.

Multimercados

A Rio Bravo tem um dos fundos quantitativos mais longevos do mercado brasileiro, com início em 2015, e atua com modelos estatísticos e tecnologia para decidir os melhores instrumentos e para gerenciar o risco.

Rio Bravo Sistemático FIC FIM

Um dos primeiros fundos quantitativos do país, usa inteligência artificial para basear as decisões de investimento.

Previdência

Pensamento de longo prazo e gestão fundamentalista, atuação conjunta das áreas de expertise da Rio Bravo

Renda Fixa e Crédito

A área de Renda Fixa da Rio Bravo atua desde 2007 e é formada por profissionais com experiência em gestão de fundos de renda fixa e atuação no mercado de capitais.

Rio Bravo Crédito Privado FI RF

Investimentos em ativos de renda fixa de baixo risco de crédito

Fundos imobiliários de crédito

5 FIs com estratégias e maturações diferentes. Portfólio amplo com operações high grade e high yield

Infraestrutura

atuação e pesquisa em infraestrutura e sustentabilidade

Usamos nosso conhecimento para entregar as melhores alternativas de investimentos, sempre de olho no que tem valor no longo prazo



RIO BRAVO

Rio Bravo Investimentos
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar - Conj. 32
04551-065 São Paulo SP Brasil
Tel. +55 11 3509-6500

www.riobravo.com.br