

Junho
2021

Estratégias Rio Bravo

Exclusivamente para uso institucional

O Pacote

Gustavo Franco

gustavo.franco@riobravo.com.br

O mês de junho seria monótono se tivesse terminado na manhã da sexta-feira, já designada como sombria, dia 25 de junho, quando o Executivo organizou uma cerimônia para a entrega de um Projeto de Lei nas mãos do Presidente da Câmara, Arthur Lira, tratando de matéria tributária, aqui designado como “o pacote”.

A atividade econômica vinha surpreendendo para melhor, o Banco Central do Brasil (BCB) vinha cumprindo seus deveres, os mercados estavam calmos, parecendo indicar uma espécie de interlúdio, ou de calma anterior à temporada eleitoral, que se espera que seja tormentosa.



O projeto talvez venha a assinalar um “fim de linha” para a encarnação liberal do ministro Guedes

Entretanto, o Projeto de Lei apresentado sob a pomposa e enganosa designação de “segunda fase da reforma tributária” mudou tudo e acabou sendo bem mais importante e marcante do que se esperava, mas por razões diferentes daquelas previstas pelo governo. O projeto talvez venha a assinalar um “fim de linha” para a encarnação liberal do ministro Guedes, ou o que sobrou dela.

O pacote foi recebido inicialmente com um silêncio ensurdecido, o que apenas se explica pela expectativa positiva que sempre se associava à ideia de “reforma tributária”. Ninguém esperava que o governo tomasse iniciativas para *piorar* o que já estava ruim, e levou alguns dias para a ficha cair que o pacote era um pacote. Luiz Gustavo Bichara corajosamente inaugurou as resenhas¹ críticas, que se multiplicaram desde então, inclusive com pronunciamentos e

entrevistas muito negativas dos ex-secretários da SRF, Everardo Maciel e Marcos Cintra.

Diante de tantas críticas o leitor poderá, talvez, se tranquilizar com o fato de que é um projeto de lei, não uma medida provisória, portanto seus dispositivos não estão vigorando, e ainda poderão ser corrigidos em sua tramitação pelo Congresso.

Porém, a promessa do presidente da Câmara, Arthur Lira, de “pular todas as comissões” e “levar direto a plenário”, para votar antes do recesso, restringe o período de apreciação de uma matéria imensamente polêmica, para o aperfeiçoamento da qual o Congresso será nada menos que essencial. Os excessos e erros do projeto não são poucos, nem pequenos.

Para começar, a designação “reforma tributária” não é adequada.

O pacote nada tem que ver com os debates anteriores nesse tópico, os quais, inclusive, transcorrem sobretudo em torno das PECs 45 e 110, ambas de 2019, referentes a alterações muito profundas no sistema tributário, sublinhe-se, de índole constitucional.

Não que a melhoria e a simplificação do sistema tributário estejam restritas à esfera constitucional, pelo contrário. Certamente, há muito o que fazer no terreno infra-constitucional, e mesmo infra-legal. A predileção pelo complicado, ao invés do simples, é dominante em Brasília, por motivos muito variados.

Sempre que aparece a menção à colocação do Brasil no ranking “*Doing Business*”, feito pelo IFC (no qual aparece nas últimas colocações, entre 190 nações, no quesito “tempo gasto no cumprimento de obrigações tributárias”), é preciso lembrar que muito dessa complexidade *não tem a ver com a Constituição*.

Todavia, o pacote não tratou de nada que endereçasse diretamente os problemas apontados pelo relatório “*Doing Business*”, ou que buscasse reduzir efetivamente a complexidade do sistema tributário brasileiro, a despeito das intenções declaradas das autoridades.

Parece haver pouca dúvida sobre as semelhanças entre este e outros pacotes tributários do passado,

geralmente no fim de ano, com vistas a fechar as contas do exercício e arredondar bolas divididas entre a Receita e seus maiores clientes. Não parece haver nada muito reformista no pacote: troca-se a mobília de lugar, mas tudo continua confuso e caro como sempre foi.

“**A designação “reforma tributária” não é adequada**”

Há várias agendas diferentes e sobrepostas nos temas tratados no pacote.

A primeira, e de longe a mais importante, é o reajuste da tabela progressiva, um assunto de indexação, ou de “desindexação” aplicada de forma meio malandra.

É claro que os valores da tabela progressiva devem ser indexados, e reajustados anualmente (que é o termo mínimo para a prática da indexação) a fim de evitar aumento de carga, mas há anos que a tabela não é reajustada (desde 1996), o que produz um fenômeno conhecido como “arrasto fiscal”, o oposto do chamado “efeito Tanzi” (erosão dos impostos decorrentes da inflação²).

A “desindexação” da tabela, sobretudo do valor referente ao limiar da tributação (ou o fim da faixa de isenção), resulta em alcançar mais e mais contribuintes nas faixas inferiores de renda. O curioso aqui é que a maldade é feita pela *não correção* da tabela, ou seja, é uma *desindexação do mal*.

¹ Reforma tributária ou confisco? Disponível em <https://braziljournal.com/opiniao-reforma-tributaria-ou-confisco>. Último acesso em 6 jul. 2020.

Sempre aparece alguma conta sobre a defasagem na tabela progressiva, um tema tão popular que virou inclusive promessa de campanha do presidente Jair Bolsonaro. O Sindifisco (o sindicato dos auditores fiscais da Receita) afirma que a defasagem na tabela é de 113%. Será mesmo? Qual o nível correto e qual deve ser a regra de reajuste?

A resposta para essas perguntas – ausente no caso – é justamente o que separa um pacote de uma reforma.

Bem, mas se o reajuste na tabela progressiva era um imperativo, a pergunta aos pacoteiros seria sobre o custo, em matéria de perda de arrecadação, e sobre como seria possível *financiar* a medida. A SRF alega que o reajuste custaria entre 13 e 15 bilhões anualmente entre 2022-2025. Não é tanto dinheiro assim para quem arrecada mais de R\$ 1,5 trilhão anualmente.

Entretanto, pela lei universal dos pacotes, pela qual toda bondade deve gerar, por conservadorismo, ao menos o dobro em maldades, há muitas novidades nos impostos sobre empresas e sobre a poupança financeira, além de uma montanha de detalhes de que não vamos tratar aqui. Como faz muito tempo que não há pacotes tributários, este trouxe uma revoadada de jabutis.

O fato é que as ideias de tributar dividendos (em troca de reduções nos impostos dentro das empresas) e de aperfeiçoar a tributação no mercado de capitais acabaram entrando no pacote pela porta errada, com vistas a *fechar a conta* da bondade concedida através do reajuste da tabela progressiva.

²A expressão tem origem num trabalho de um economista do FMI sobre o impacto da inflação na arrecadação de impostos, que ficaria famoso. Seu autor foi o economista italiano Vito Tanzi, por muitos anos o chefe da Divisão de Assuntos Fiscais da instituição..



Como faz muito tempo que não há pacotes tributários, este trouxe uma revoada de jabutis

Nos impostos para as empresas, o grande assunto foi a reintrodução da tributação sobre dividendos, eliminada em 1995, sem reduções proporcionais na tributação das empresas, que fixassem alguma ideia de neutralidade. Mesmo que houvesse seria um retrocesso, diz Everardo Maciel, que era o Secretário da SRF em 1995, quando a sensação era que as empresas tinham se organizado para proporcionar uma infinidade de mecanismos de transferência aos acionistas (almoços e viagens, por exemplo) e a SRF tinha que fiscalizar intensamente os detalhes das despesas das empresas em busca de “distribuição disfarçada de lucros” (a famosa DDL). Era muita energia desperdiçada.

Quando os almoços de negócios devem ser pagos pela empresa, em que proporção (se os assuntos não são de trabalho, então, a comida não é dedutível?), quem fiscaliza? E as viagens?

Em razão da generalização da distorção, um caminho era multiplicar a fiscalização de DDL. Outro era isentar dividendos, mas junto com um aumento proporcional dos impostos dentro das empresas (e menos fiscais monitorando os almoços de negócios).

Tomamos a decisão certa em 1995, e agora estamos voltando atrás. Parece que, em matéria tributária, a cada 26 anos esquecemos o que fizemos nos últimos 26 anos.

Mas o pacote é pior, pois há aumento na carga para as empresas: algo como uns R\$ 30 bilhões (o fim dos JCP, que é outro assunto, está nessa conta, eu creio), a julgar pelos números da própria SRF (saldo de ganhos com a tributação de dividendos e de “perdas” com a desoneração das empresas). Mais do que o necessário para pagar o reajuste na tabela da PF.

Na tributação financeira há um problema, conforme chama atenção o ex-secretário Marcos Cintra, que é o de desarrumar a relação saudável que vinha se construindo entre as empresas e o mercado acionário através do dividendo. Nessa linha, a reversão da medida de 1995 é nada menos que um desastre, que se amplia com que foi feito com os fundos imobiliários.



No capítulo de tributação financeira, as resenhas foram positivas na ideia de homogeneizar a alíquota de fundos em 15%, o que, todavia, teria pouco efeito prático em termos de arrecadação. Há consenso também em que a tributação retroativa sobre fundos fechados vai gerar judicialização e encrenca: depois, que não venha o ministro atribuir o contencioso à outra coisa que não ao próprio governo.

No assunto dos investimentos que contam com isenções, como CRIs, CRAs, LCIs, LCAs, debêntures incentivadas, cadernetas de poupança e fundos imobiliários, as inconsistências são insolúveis. O pacote propõe retirar a isenção dos FIs, mas nada propõe com relação aos outros tipos. E as autoridades se confundem quando precisam responder sobre como pretendem tratar os FIs “de papel”, a saber, os que carregam CRIs.



O setor imobiliário, sobretudo em sua interface com o mercado de capitais, deveria merecer o mesmo tratamento respeitoso que o governo destinou ao agronegócio

O setor imobiliário, sobretudo em sua interface com o mercado de capitais, deveria merecer o mesmo tratamento respeitoso que o governo destinou ao agronegócio. Os fundos imobiliários se tornaram muito populares entre pessoas físicas, e estão a caminho de competir com a Caderneta de Poupança, que manteve a sua isenção. Não se compreende o tratamento híbrido, ou idiossincrático mesmo, que o pacote deu aos fundos imobiliários.

Há muito a questionar sobre a ideia adotada pelas autoridades, e pela SRF em particular, no assunto das “renúncias”. Um exemplo interessante é o do Simples, do qual sempre se diz que é a maior das “renúncias”, o que está muito obviamente equivocado pois está baseado numa conta pela qual os negócios que hoje funcionam no Simples ocorreriam exatamente do mesmo jeito, apenas com alíquotas maiores, se tivessem que ser feitos no Complicado. É claro que não. Muitos negócios seriam destruídos, exatamente como vai se passar no mundo imobiliário se o Congresso não consertar o pacote no capítulo dos fundos imobiliários.

Renda Fixa



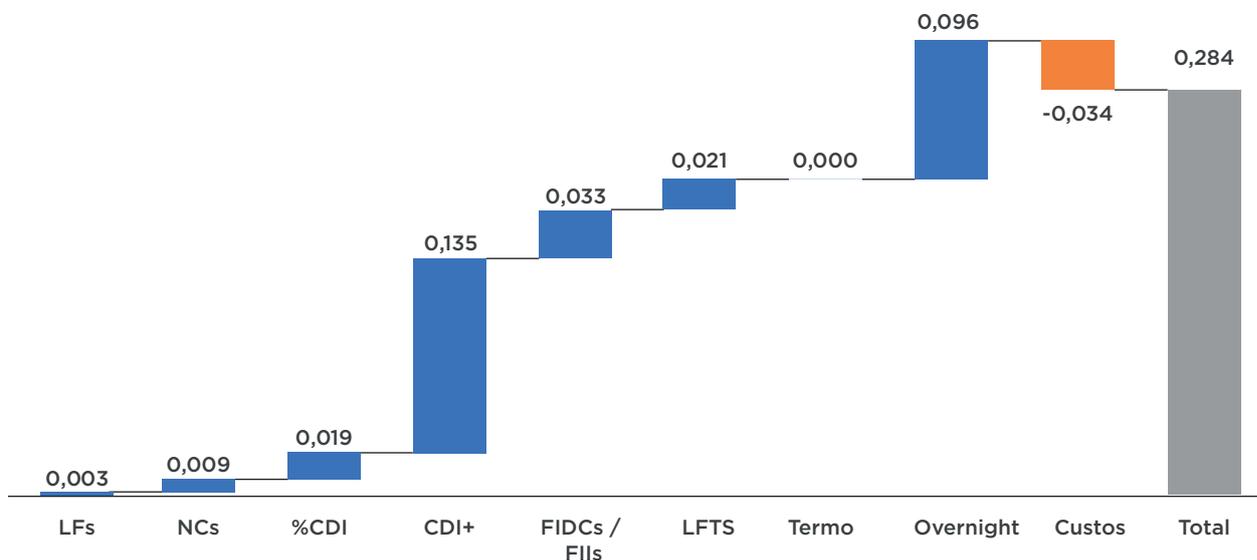
Evandro Buccini

evandro.buccini@riobravo.com.br

Junho foi mais um mês positivo para o mercado de crédito privado como um todo, com os *spreads* dos ativos ainda apresentando fechamento, mesmo que em menor escala se comparamos com os meses anteriores. Diferentemente dos últimos períodos, nos quais debêntures %CDI apresentaram melhor rendimento, neste mês foram as debêntures em CDI+ que tiveram uma performance melhor.

Essa boa performance dos ativos CDI+ se refletiu no bom desempenho do nosso fundo **Rio Bravo Crédito Privado**, cujo desempenho foi puxado principalmente por esses ativos e FIDCs, atingindo **119% do CDI**. O gráfico abaixo mostra a contribuição de cada classe de ativo para a performance do fundo neste mês.

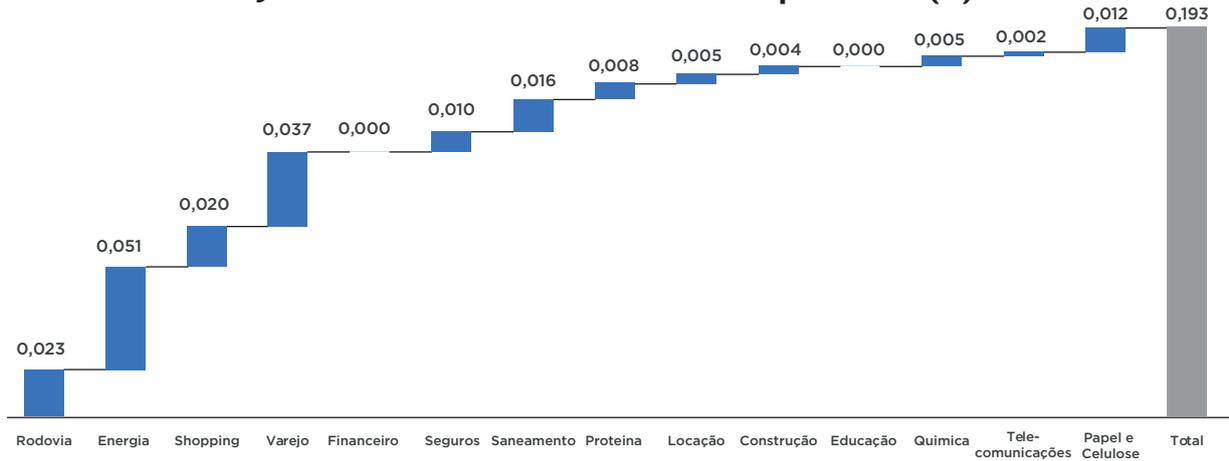
Junho/21 Performance Breakdown por classe de ativo (%)



Já ao analisarmos setorialmente, vemos que todos os setores apresentaram contribuições positivas para o fundo. Além de Geração de Energia Elétrica e Varejo, maiores posições do portfólio, outro que merece destaque é o setor de Shopping Centers. A reabertura econômica, com a melhora do cenário pandêmico, e a

excelente qualidade de crédito dos emissores deste setor que fazem parte da nossa carteira (Aliansce Sonae e Iguatemi) explicam essa ótima performance. O fundo encerrou março com 48% de seu PL alocado em títulos de créditos privados (debêntures, NP e FIDCs).

Junho/21 Performance Breakdown por setor (%)



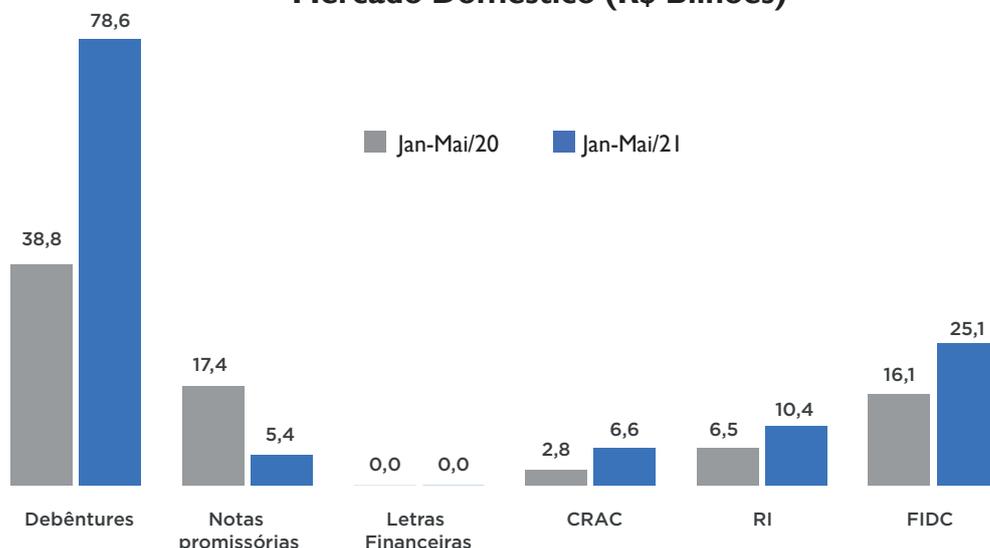
Em junho, continuamos a ser bastante atuantes no mercado secundário, analisando e adquirindo ativos com boa qualidade de crédito e que ainda possuem um *spread* interessante, privilegiando os ativos com *duration* mais curta, visando, com isso, manter a baixa volatilidade característica do nosso fundo.

Enquanto isso, no mercado primário de debêntures, o Assaí passou a fazer parte da nossa carteira. Trata-se de uma empresa sólida financeiramente, que atua em um setor bastante resiliente e que vem apresentando forte crescimento nos anos últimos anos. Além deste emissor, entrou também para nosso portfólio o Grupo SBF, composto pela Centauro, maior varejista em artigos esportivos da América Latina, e pela Fisia, representante exclusiva da Nike no Brasil. Aproveitamos, também, para aumentar nossa posição em FIDCs, uma classe de ativos que, por mais que possua baixa liquidez no secundário, muitas vezes proporciona retornos atraentes, com baixo nível de risco.

Essas novas aquisições evidenciam nosso compromisso de proporcionar maior rentabilidade ao cotista, com baixa volatilidade e maior a diversificação por setor e classe de ativos, mas sempre mantendo nosso perfil de crédito *high grade*.

No que tange ao mercado primário de renda fixa, ao longo do mês de maio, observou-se um aumento no montante emitido, atingindo R\$ 40,4 bi, cerca de R\$ 8,3 bi superior ao valor de abril/21. Esse aumento expressivo na comparação mensal foi puxado, principalmente, pela classe de FIDCs, que se consolida cada vez mais como uma fonte de financiamento alternativa e atrativa aos emissores e investidores. Já as emissões de debêntures somam R\$ 78,6 bi no ano, valor muito superior aos R\$ 38,8 bi dos cinco primeiros meses de 2020. Os dados acumulados até maio de 2021 disponibilizados pela ANBIMA encontram-se abaixo:

Mercado Doméstico (R\$ Bilhões)



Investimentos Imobiliários

Anita Scal

anita.spichler@riobravo.com.br

A reforma tributária proposta pelo Governo Federal no dia 25/6 traz mudanças significativas para diferentes grupos econômicos, empresas, pessoas físicas e ativos financeiros. Tais mudanças trazem impactos relevantes na maneira como os mercados de capitais e financeiros têm contribuído para com a sociedade recentemente. Uma das propostas trata do fim da isenção aos rendimentos dos fundos imobiliários (FIs) para pessoas físicas.

O mercado de FIs apresenta crescimento considerável nos últimos anos. Hoje já são mais de 1 milhão e 300 mil investidores, na sua grande maioria pessoas físicas que aportam até R\$ 50 mil neste produto e que contam com o investimento para longo prazo, inclusive como parte de suas aposentadorias. Os FIs permitiram a democratização dos investimentos imobiliários no Brasil, dando acesso para pequenos investidores a portfólios diversificados e de grande porte, antes disponíveis apenas a investidores institucionais, pessoas jurídicas e famílias com grandes fortunas. Os FIs representam, ainda, a chegada de um outro perfil ao mercado de capitais e aos investimentos em bolsa de valores, importantes para incentivar o nível de poupança das famílias no país.

O fundo imobiliário, como um veículo de investimento organizado e regulamentado, foi criado em 1993 pela Lei nº 8.668. Em 1999, pela Lei nº 9.779, foram estipuladas e detalhadas as regras de tributação dos FIs, como as alíquotas incidentes sobre ganhos de capital auferidos nas vendas de cotas. Apenas em 2004 foi determinada a isenção da cobrança de Imposto de Renda na distribuição de rendimentos

dos FIs para pessoas físicas, com a Lei nº 11.033, posteriormente editada pela Lei nº 11.196 de 2005, que estipulou a isenção sob as seguintes condições: (i) FIs negociados em mercado de bolsa ou balcão; (ii) FIs com, no mínimo, 50 cotistas; (iii) cotista pessoa física que não seja titular de mais de 10% da totalidade das cotas do FI.

O PL ora apresentado modifica principalmente a Lei 11.033 de 2004 - alterada em 2005 através da Lei nº 11.196, que estabeleceu a isenção de IR para investidores pessoas físicas em FIs. O PL retira a isenção de qualquer beneficiário, inclusive a pessoa jurídica imune, que ficará sujeita à incidência de IR no valor de 15% nos rendimentos distribuídos, que, por sua vez, serão retidos na fonte. Em linhas gerais, os investidores já irão receber seus dividendos líquidos de IR, da mesma maneira que ocorre em fundos de investimento abertos quando o investidor solicita um resgate. Vale ressaltar que, em nosso entendimento, a pessoa jurídica imune, como fundos de pensão, continuará isenta.

Tal mudança, se aprovada, terá diversos impactos negativos na indústria de fundos imobiliários, no mercado de capitais, no mercado imobiliário e na economia real. Isso porque esses fundos são importantes veículos para financiamento do mercado imobiliário, seja em operações de desenvolvimento, gerando empregos diretos e indiretos, seja contribuindo para arrecadação dos tributos municipais, estaduais e federal. O setor de construção civil é um dos que mais gera empregos hoje na economia: só em abril de 2021, foi responsável por abrir 22.224 postos de emprego¹.

Impacto no preço dos FIs no mercado secundário

Antes da divulgação do PL que retira a isenção dos rendimentos dos FIs, já existiam setores deste universo que nossos analistas consideravam estar precificados abaixo do valor intrínseco dos ativos, devido aos impactos que a crise sanitária, que vivemos atualmente e teima em persistir, trouxe para este segmento.

Fazendo uma análise setorial, os preços que deveriam ser mais impactados com a Proposta são os de fundos que, pela nossa análise, estavam negociando acima do valor justo até então, sendo eles os FIs de CRI (certificados de recebíveis imobiliários) e FIs de logística e industrial. Setores que já estavam com preços descontados, como Hotéis, Shopping e Corporativo, deverão sofrer os menores impactos quanto à desvalorização das cotas.

Setor	Valor de Mercado (R\$ MM)	Patrimônio Líquido (R\$ MM)	P/BV
Agências Bancárias	1.833	1.599	1,15
Agro	1.338	1.364	0,98
Corporativo	16.585	19.594	0,85
CRI	32.372	31.158	1,04
Desenvolvimento	2.523	2.358	1,07
Educacional	286	304	0,94
FOF	8.354	8.924	0,94
Hotéis	319	379	0,84
Logística e Industrial	17.473	17.809	0,98
Shopping	8.570	9.584	0,89
Varejo/Renda Urbana	3.573	3.623	0,99
IFIX	93.226	96.696	0,96

O exercício de análise para avaliar cada um dos setores e fundos, em um cenário de mudança drástica de mercado, é uma tarefa extremamente complexa. De acordo com o que temos de premissa para cada um dos 96 fundos que compõem o IFIX, chegamos a uma desvalorização no curto prazo de aproximadamente 11,2% caso o PL seja aprovado (com base na cotação dos fundos no dia 30 de junho de 2021), o que levaria o IFIX para os 2.445,88 pontos. Essa leitura toma como referência o fato de que os fundos tenderiam a negociar no

dividend yield médio de cada um dos setores, só que já líquido de IR.

Outra análise realizada foi mensurar o impacto da tributação de IR de 15% nos dividendos de cada um dos setores. Trata-se de um exercício simples, pois basta reduzir em 15% o último dividendo divulgado. O impacto no IFIX seria de um *dividend yield* do último mês indo de 8,44% a.a. para 7,17% a.a. Levando em conta apenas os FIs de tijolo, o *dividend yield* do setor sairia de 7,02% para 5,97%, deixando os fundos

de tijolo com menor atratividade se comparados a NTN-B com vencimento em 2035. A título de comparação, o spread entre o *dividend yield* dos fundos de tijolo, se comparado com o tesouro IPCA

+ 2035, ficaria em 1,90%, ou seja, teríamos um prêmio de risco de 190 bps em comparação a uma taxa de risco de um título soberano, o que é considerado baixo para o nível de risco desse tipo de ativo.

Setor	DY Ultimo mês	DY Pós Tributação
Agências Bancárias	11,28%	9,59%
Agro	6,67%	5,67%
Corporativo	7,06%	6,00%
CRI	10,95%	9,31%
Desenvolvimento	7,96%	6,76%
Educacional	8,74%	7,43%
FOF	8,35%	7,10%
Hotéis	2,08%	1,77%
Logística e Industrial	7,10%	6,04%
Shopping	4,19%	3,56%
Varejo/Renda Urbana	7,67%	6,52%
IFIX	8,44%	7,17%

Data base: 30 de junho de 2021

Impacto no crescimento do mercado de FIs

A indústria de fundos imobiliários cresceu de maneira exponencial nos últimos anos, catalisada pelo cenário de taxa de juros mais baixos em níveis históricos jamais vistos em nosso país. Em 2017, eram 333 FIs registrados na CVM e 156 listados. Já em abril de 2021, esses números dispararam para 590 FIs registrados na CVM e 342 listados. Isso representa um crescimento de 77% e 119%, respectivamente. Já a quantidade de investidores saltou de 121 mil, em dezembro de 2017, para 1,38 milhão em maio de 2021, o que significa um crescimento superior a dez vezes. Desse volume de investidores, podemos dizer que 2/3 deles são de até R\$ 50 mil reais, cujos

investimentos dependem da renda gerada e paga pelos FIs, sem mencionar a expectativa da valorização das cotas dos fundos investidos.

Apesar do crescimento elevado nos últimos anos, a classe de fundos imobiliários ainda tem amplo espaço de crescimento em estratégias existentes e tradicionais, explorando novos setores no mercado brasileiro. Ademais disso, permitiu ao pequeno investidor acessar um portfólio imobiliário de ativos de alta qualidade a um preço acessível.

Durante os anos de 2019, 2020 e até junho de 2021, os FIs captaram R\$ 92,1 bilhões através de ofertas públicas e ofertas restritas. Hoje, a indústria de fundos

imobiliários tem um patrimônio líquido total de R\$ 152 bilhões, sendo que 56% desses fundos são de tijolo, 39% de papel e 5% têm um mandato diversificado.

Os recursos levantados nos últimos anos foram alocados majoritariamente em ativos de tijolo e CRIs. É importante lembrar que os FIs foram responsáveis por aproximadamente 64% das transações de ativos de tijolo no mercado imobiliário. Essas transações tiveram um papel central na geração de caixa para empresas de *properties* investirem no desenvolvimento de novos ativos imobiliários, desmobilização de grandes empresas que se capitalizaram e investiram em seu negócio, dando *funding* para o desenvolvimento do mercado imobiliário e geração de empregos diretos e indiretos. Ao longo dos anos, os FIs acabaram financiando o desenvolvimento de galpões logísticos, lajes corporativas, prédios residenciais e outros ativos imobiliários, o que resulta em aumento de infraestrutura, crescimento do mercado imobiliário e crescimento econômico.

O mercado de FIs de CRI foi responsável por mais de 50% da alocação de emissões de CRIs nos últimos anos², contribuindo para a redução do custo da dívida de pequenos incorporadores e loteadores que possuem baixa linha de crédito com os bancos a custos altos, proporcionando uma liquidez para investimentos em projetos novos e/ou continuidade dos seus negócios. Afora isso, o mercado de FIs também teve importante papel em prover crédito a empresas que dificilmente o conseguiriam no sistema bancário. As incorporadoras têm utilizado estruturas de CRI, investimentos nos quais os FIs de CRI são majoritários, para maximizar

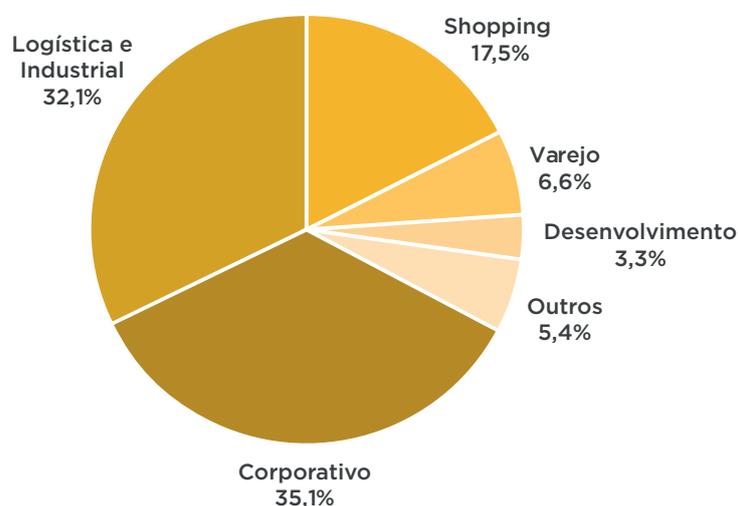
a sua estrutura de capital e conseguir realizar diversos lançamentos de empreendimentos imobiliários ao mesmo tempo, gerando crescimento econômico e abertura de vagas de empregos.

Como consequência direta do fim da isenção dos FIs, deverá ser observada uma desaceleração drástica em toda a cadeia imobiliária. O PL da reforma tributária desincentiva o investimento através FIs e diminui o volume de emissões de fundos imobiliários, o que traz consequências para o crescimento da indústria como um todo. Os fundos imobiliários financiam o desenvolvimento do setor através da aquisição direta de imóveis, seja no desenvolvimento de projeto ou através dos CRI. Com o arrefecimento da indústria e o baixo estímulo na oferta de ativos, poderemos observar alterações no ciclo imobiliário, pautado em oferta e demanda, além de diferenças substanciais em preços de aluguéis praticados, uma vez que os gestores tenderão a buscar retornos maiores para compensar os *yields* menores aos investidores.

Também era esperado que, com o crescimento da indústria de FIs no Brasil, novos setores que são amplamente explorados fora do país começassem a ser trabalhados pelo mercado brasileiro.

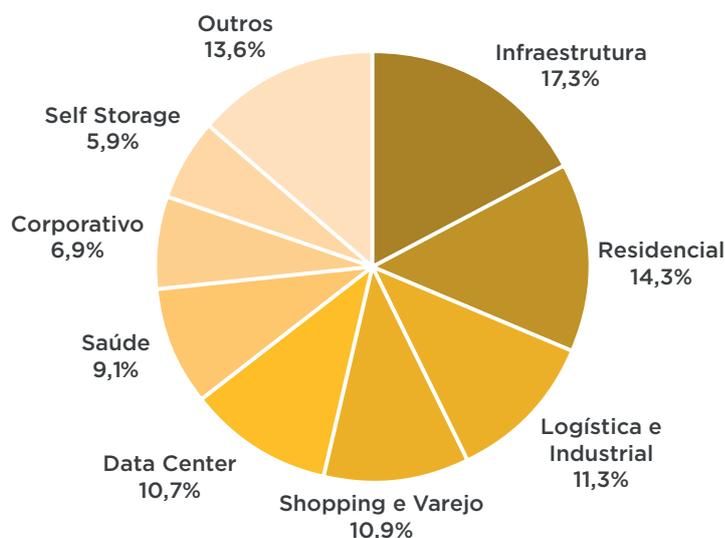
A título de comparação com o mercado local, os fundos que compõem o FTSE Nareit All Equity Reits, índice que tem como composição REITs com mais de 50% em ativos imobiliários que não são dívidas, têm um patrimônio líquido de USD 1,1 trilhão, sendo os cinco maiores setores infraestrutura, Residencial, Logístico e Industrial, Shopping e Varejo e Data Center.

Percentual do PL dos fundos presentes no IFIX (apenas tijolo)



Fonte: Anbima, Rio Bravo e B3

Percentual do PL dos fundos presentes no FTSE Nareit All Equity REITs



Fonte: Nareits e Rio Bravo

Em um crescimento acelerado do mercado de FIs no Brasil, gestores iriam ser obrigados a explorar novas estratégias, dada a dificuldade e competitividade de aquisição de ativos em setores mais consolidados. Isso impulsionaria estratégias de FIs do setor residencial, infraestrutura, data centers, agro e outras estratégias, ainda pouco exploradas. Nesse cenário, os FIs estariam contribuindo para o aporte em infraestrutura no país, algo que tem sido papel do setor privado nos últimos anos. Segundo o Banco Mundial, o Brasil tem uma necessidade de investimento anual da ordem de 4,25% do PIB³ para a redução de déficit habitacional que temos no país, que hoje equivale a aproximadamente 5,8 milhões de moradias³, e para impulsionamento do agronegócio brasileiro.

Sobre a dicotomia criada através da tributação de FIs e isenção de CRIs, CRAs, LCIs e LCAs, o setor de fundos imobiliários foi o principal veículo de investimento em ativos de CRIs. Além disso, fundos imobiliários recentemente começaram a explorar estratégias relacionadas ao agronegócio através de compra de ativos de empresas do agro, dando *funding* para o crescimento do setor. Vale ressaltar que os fundos imobiliários, como já mencionado, foram responsáveis por 64% das transações do setor imobiliário nos últimos três anos. Isso mostra a relevância do segmento, que é um dos principais geradores de emprego na economia.

Ainda há um longo caminho para a proposta percorrer na Câmara e no Senado e ajustes ainda serão feitos até que seja realmente votada como proposta final. A **Rio Bravo** acredita que o fim da isenção aos rendimentos das pessoas físicas em FIs será prejudicial para a economia, para o desenvolvimento da indústria e para seus investidores. Como pioneira em fundos imobiliários e a maior *player* independente do mercado, a **Rio Bravo** está dialogando e se articulando junto aos seus pares, às associações e aos representantes do Executivo e Legislativo para que seja revisto o fim da isenção e para que o incentivo do FIs ao setor imobiliário em particular e à economia em geral possa ser não só conhecido, mas, também, discutido.

¹ CAGED (abril de 2021)

² Boletim de mercado de capitais da Anbima (maio de 2021)

³<https://documents1.worldbank.org/curated/en/386151499876913758/pdf/117392-REVISED-PUBLIC-Back-to-Planning-How-to-Close-Brazil-s-Infrastructure-Gap-in-Times-of-Austerity-with-cover-page.pdf>

Infraestrutura

Victor Tâmega

victor.tamega@riobravo.com.br

Como o Hidrogênio Verde (H₂V) pode representar uma mudança na produção baseada em energias limpas

No artigo publicado na última edição da Cartas Estratégia, discutimos um pouco um tema que tem ganhado grande destaque no setor de infraestrutura e totalmente alinhado com a agenda ESG, a descarbonização. No caso brasileiro, além dos ativos florestais, o setor elétrico, com sua matriz limpa e renovável, tem grande potencial de funcionar como alavanca transversal intersetorial induzindo segmentos com pegada naturalmente suja e se inserirem neste novo contexto.

Enquanto o governo ainda trabalha num projeto regulatório para regulamentar o investimento em hidrogênio no Brasil com vistas a desenvolver um mercado interno, algumas empresas já iniciam estudos de viabilidade para atender tanto a demanda de exportação quanto a interna.

Altamente abundante e eficiente, o gás hidrogênio já é percebido com um dos principais vetores da transição energética global, alinhado com a agenda de descarbonização.

Trata-se do elemento químico mais presente no universo, sendo o H₂ comumente produzido industrialmente por meio de reações químicas a partir de hidrocarbonetos, como aqueles advindos do gás natural. A depender da captura e posterior reaproveitamento do CO₂, o resultado pode ser o hidrogênio cinza (sem captura e estocagem) ou azul (com captura e estocagem). A alternativa é a produção

por meio de eletrólise da água, cujo processo é mais complicado e custoso, mas que resulta numa produção baseada em energias limpas e renováveis e sem emissão de CO₂, o chamado hidrogênio verde (H₂V).

O hidrogênio verde é citado por alguns especialistas como o substituto do petróleo e do gás natural até 2050 porque, além da sua natureza limpa, tem vasta aplicação em vários setores e atende diversas finalidades e usos. A grande vantagem é a versatilidade da conversão e reconversão de eletricidade em combustível, podendo ainda capturar e reciclar carbono, contrabalanceada pela dificuldade de armazenamento e transporte, aspectos que são importantes para o barateamento na ponta final e a popularização do uso.

Como exemplo, recentemente, a Alemanha anunciou um plano de EUR 10 bilhões objetivando o desenvolvimento de tecnologias baseadas em hidrogênio com vistas a descarbonizar a matriz energética até 2050. Esse mesmo processo vem sendo praticado por outros países desenvolvidos – como Austrália e França, o que representa um amplo horizonte que se abre a ser protagonizado pelo Brasil. Segundo dados da Bloomberg New Energy Finance 2021 (BNEF), o Brasil será capaz de oferecer um custo nivelado de produção de hidrogênio verde de aproximadamente 0,5 dólares por kg (USD 3,7/ MMBtu), enquanto os valores para EUA, China e Alemanha são de 0,7, 0,8 e 1,0, aproximadamente. Tais números sinalizam, em média, queda de 85% dos custos atuais até 2050.

Com isso, Alemanha e Brasil já vêm unindo esforços no sentido de discutir ações para avançar no desenvolvimento deste mercado, incluindo regulamentações, normas técnicas e projetos pilotos. Apesar da diferença de custos que desfavorecem o hidrogênio verde contra o cinza e o azul, a Alemanha pretende definir leilões incentivados para formar a demanda necessária para iniciar a viabilização. No Brasil, os estudos focam em entender como posicionar estrategicamente a *commodity* não somente na exportação, mas no uso doméstico. Podemos citar desde a produção de amônia, insumo industrial essencial e ainda relevante na lista de importações do Brasil, até o desenvolvimento do carro 100% elétrico, cujo combustível é totalmente resultante da conversão da molécula de hidrogênio verde em eletricidade de forma mais eficiente que baterias.

Pecém, no estado do Ceará, e Suápe, no Pernambuco, despontam como potenciais hubs de H2V. Vale a pena destacar que algumas das maiores empresas globais do setor de produção de energia, petróleo e gás natural avaliam o desenvolvimento de projetos de produção e exportação. Além de benefício fiscal por meio de zona livre de tributos, o porto de Pecém se beneficia de área com mais de 200 hectares para o desenvolvimento de parques tecnológicos, conhecida como Zona de Processamento Especial (ZPE), cujo objetivo é abrigar cadeias produtivas de ponta.

Apesar destas iniciativas, é preciso que as discussões regulatórias e normativas se acelerem de forma a beneficiar o país neste grande mercado que se desponta. Felizmente, o desenvolvimento deste vetor energético é um dos sete temas prioritários de Pesquisa & Desenvolvimento (P&D) da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), conforme orientações do Conselho Nacional de Política Energética (CNPE). Até meados de 2022, a expectativa é de lançamento de um plano alinhado com a agenda de modernização do setor elétrico, por meio de um mapa regulatório, tecnológico e de mercado, que servirão de diretrizes a serem seguidas na criação de regras claras e um ambiente propício ao desenvolvimento do H2V. Paralelamente, o governo, por meio do Ministério de

Minas e Energia (MME), abrirá consultas para debate com a sociedade sobre sugestões de caminhos a serem seguidos. Uma reunião com o setor privado foi agendada para este mês de julho.

Um ponto interessante levantado pelo MME é não se restringir o modelo tecnológico, pois não existe uma narrativa de eletrificação única que valha universalmente, sendo necessário se alcançar a escala econômica com neutralidade tecnológica. Aqui, o papel do regulador seria de avaliar as lacunas regulatórias e especificações técnicas, a exemplo do rito e da competência do licenciamento ambiental e de outorga de uso da água para o processo de eletrólise. Nesse sentido, apesar de não haver alocação de recursos público para uma tecnologia que ainda é cara e recente, estados e o Programa de Parceria de Investimentos (PPI) poderão trabalhar em conjunto em benefício da tecnologia, trocando expertises, como já acontece com as desestatizações.

Por fim, uma chamada pública estratégica conjunta entre ANEEL e a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP) até o final de 2022 começará a receber projetos. Além do P&D, o MME tem por objetivo gerar mais conhecimento técnico sobre o assunto, aproximando o saber acadêmico e o uso econômico, incluindo capacitação de profissionais. Uma dessas iniciativas seria uma plataforma num único site agregando dados e informações, que hoje são bem dispersas – a Hidrogênio + Brasil.

Portanto, falar em transição energética fica cada vez mais evidente e realista à medida que iniciativas privadas vão encontrando terreno fértil para desenvolvimento, e isso necessariamente passa pela criação de regras claras, garantido segurança regulatória e um ambiente propício para investimento, inovação e disrupção. Os primeiros passos estão sendo dados nesta direção de transição energética e de modernização, o que é muito positivo para o Brasil, cujo potencial para deslançar este mercado como líder e de forma majestosa é enorme. Quanto ao sucesso do hidrogênio verde e seus benefícios para a transição energética global, somente o futuro irá nos dizer.

Fonte: MME, Governo do Ceará, CanalEnergia e BNEF

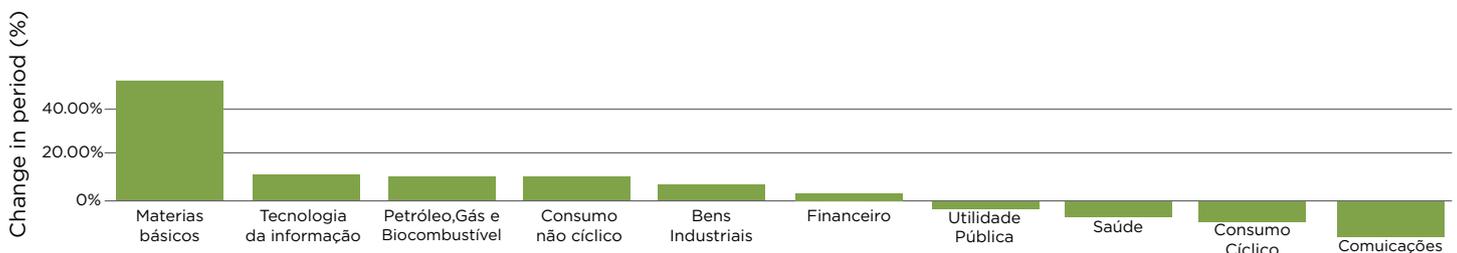
Multimercado

Evandro Buccini

evandro.buccini@riobravo.com.br

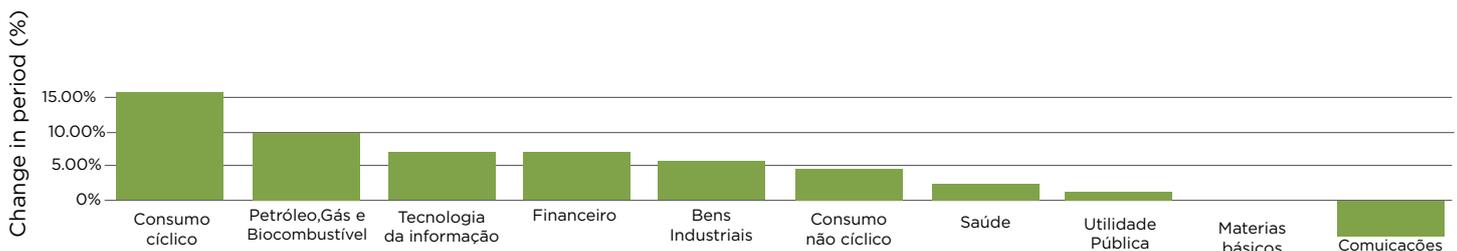
Em junho, o **Rio Bravo Sistemático** teve rentabilidade negativa de -1.28% contra +0.30% do CDI. As estratégias de Valor e Momentum foram os destaques negativos, com contribuição respectivamente de -0.56% e -0.39% no mês. No ano, o fundo apresenta um retorno de +0.08% ou 6.20% do CDI.

Como podemos observar no gráfico abaixo, que mostra a variação de preço agrupado pelos principais setores no período que vai de 01\01\21 a 31\04\21, o setor de Materiais Básicos liderava com ampla folga em relação aos demais segmentos, registrando alta de quase +50%. Na outra ponta, podemos observar o setor de Consumo Cíclico registrando queda de aproximadamente -7% no mesmo período.



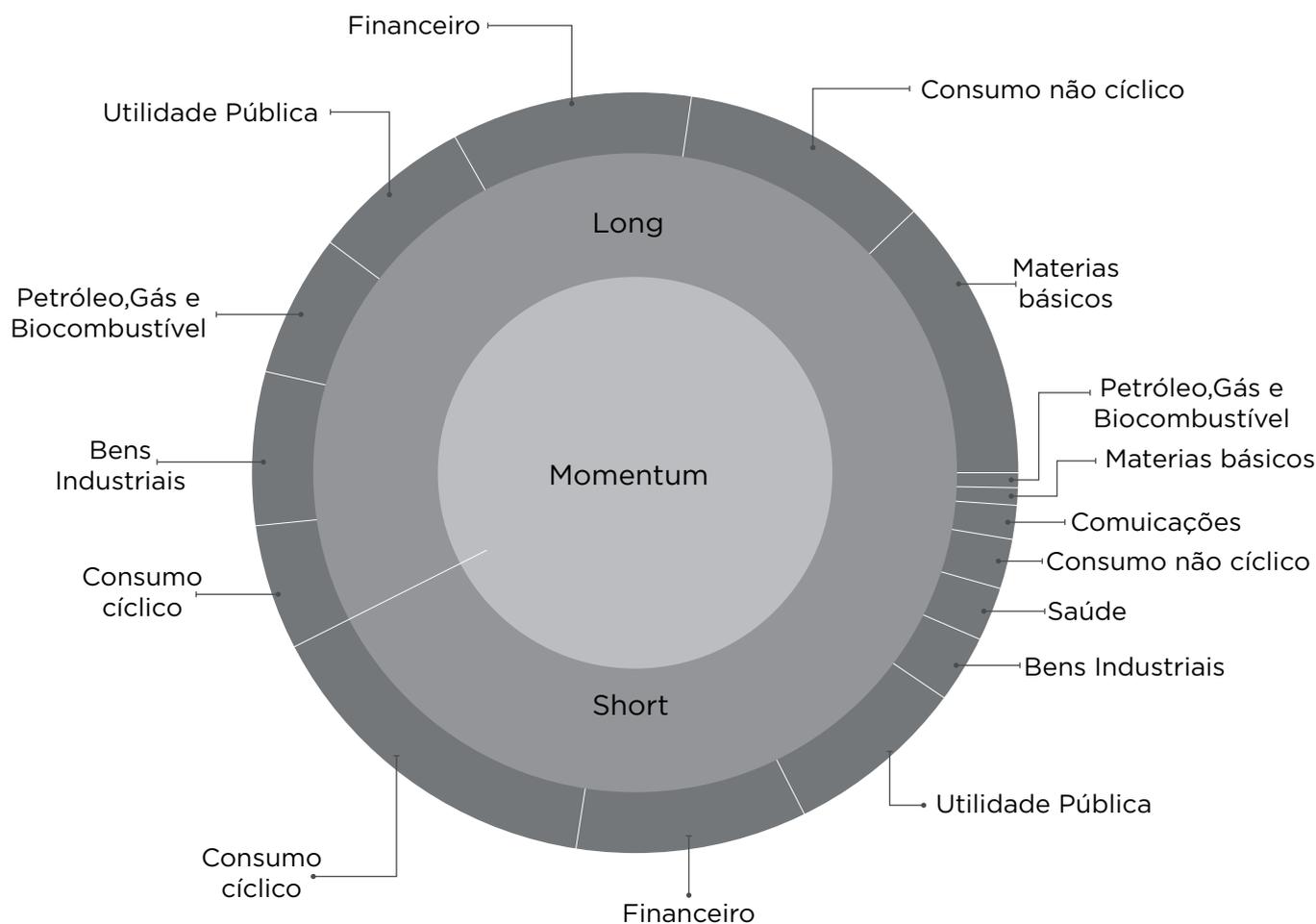
Abaixo, temos o mesmo gráfico, agora no período entre 01\05\21 e 30\06\21. Nele, podemos ver uma mudança relevante nos retornos dos principais setores. O segmento de Materiais Básicos, que liderava, agora aparece entre os piores setores registrando um movimento neutro. Em contrapartida, temos o setor

de Consumo Cíclico registrando alta de 15%, a maior do período. Essa queda no setor de materiais básicos foi devido ao relevante aumento de volatilidade tanto no preço do dólar em relação ao real quanto nas principais *commodities* que influenciam o setor (minério de ferro, celulose etc.)



Esse movimento, tecnicamente chamado de rotação, é importante para entender a dinâmica das estratégias de fatores. O fator de Momentum, por exemplo, tem como principal variável para seleção dos ativos os

retornos passados das ações. Por isso, suas maiores posições compradas eram no setor de Materiais Básicos e as maiores posições vendidas no setor de Consumo Cíclico, como mostra o gráfico a seguir.



O Fundo fecha o mês com exposição líquida comprada e exposição bruta um pouco menor do que em maio, em torno de 90%.

A estratégia de fatores tem como premissa de retorno de longo prazo a compensação pelo risco incorrido, por isso pode ser também chamada de prêmio de risco alternativo. Quedas como observadas este mês são os eventos de risco que a estratégia remunera no longo prazo.

O Rio Bravo Icatu FIM Previdenciário caiu 0,62% em junho, enquanto o Ibovespa e o IMA-B retornaram 0,46% e 0,42%, respectivamente. No ano, o fundo sobe 3,01% e em 12 meses, 13,62%. O tom dos mercados em junho foi ditado por dois fatores centrais: i) as decisões de política monetária do Federal Reserve e do Banco Central do Brasil (BCB) e ii) a apresentação do texto da reforma tributária no fim do mês.

No Brasil, o BCB subiu a taxa SELIC em 75bps e retirou a promessa de normalização parcial em

decisão vista como bastante agressiva, deixando espaço para aumento ainda maior da taxa na próxima reunião. Também agressiva foi a comunicação de alguns diretores do FED indicando aumento de juros em 2023 ou no final de 2022.

Já o extenso texto de alteração do imposto de renda é draconiano com investimentos e com empresas para financiar a atualização da tabela do imposto de renda do trabalho. Entre os destaques, está a taxação dos dividendos e dos rendimentos de fundos imobiliários. A tramitação ainda nem começou e com certeza haverá alterações no texto na Câmara e no Senado. A somatória dos eventos mencionados provocou forte abertura da curva de juros nos vencimentos mais curtos enquanto os mais longos tiveram leve queda. As ações, principalmente das empresas pagadoras de dividendos e os fundos imobiliários, caíram após a divulgação do texto da Receita Federal. Com isso, nosso portfólio de renda variável caiu 73bps no mês, enquanto as posições aplicadas em juro real e nominal renderam 22bps.

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
junho 21	0,36	0,30	-1,84	-0,52	-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	1,76	-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	2,00	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	1,92	-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	-2,04	1,49	0,13	-4,37	-1,84	1,79	2,41	3,70	-1,52	0,25
janeiro 21	0,28	0,35	-2,09	-0,45	-0,48	0,15	-3,32	-3,43	4,05	5,39	3,13	-0,85	0,32
dezembro 20	0,29	0,46	7,20	4,62	1,46	0,16	9,30	7,52	-0,15	-3,12	1,52	4,85	2,19
novembro 20	0,20	-0,03	10,12	4,01	-0,98	0,15	15,90	16,64	-4,48	-6,71	9,72	2,00	1,51
outubro 20	0,20	-0,53	-1,28	0,88	-0,34	0,16	-0,69	-2,28	1,74	2,42	-4,30	0,21	-1,01
setembro 20	0,25	-0,59	-3,44	-3,85	-1,22	0,16	-4,80	-5,44	0,30	2,09	-0,05	-1,51	0,46
agosto 20	0,41	0,12	-1,54	-1,00	-0,65	0,16	-3,44	-1,23	6,62	5,24	9,66	-1,80	1,79
julho 20	0,75	0,14	6,14	5,52	0,66	0,19	8,27	9,50	0,14	-4,51	-0,92	4,39	-2,61
junho 20	0,59	0,16	8,70	4,91	0,02	0,22	8,76	14,43	3,63	2,46	5,58	2,05	5,59
maio 20	0,59	0,18	6,13	2,10	0,60	0,24	8,57	5,07	-1,35	-2,74	4,92	1,52	2,08
Ano	1,94	0,97	10,76	2,63	0,01	1,28	6,54	11,42	-7,14	-4,40	6,12	-0,72	-4,02
12 meses	4,10	0,53	30,25	13,16	-1,09	2,28	33,40	39,64	-1,60	-6,58	25,14	7,42	-1,83
24 meses	4,51	4,39	42,80	21,63	1,17	6,98	25,59	46,83	35,69	29,14	65,53	12,74	4,90
36 meses	11,43	10,07	94,89	52,63	11,24	13,74	74,27	108,08	31,85	28,73	69,87	45,16	29,63
48 meses	19,81	17,31	92,27	59,79	34,19	22,11	101,60	137,16	59,87	50,74	95,35	57,06	32,83
Desde o início	207,14	200,78	936,77	101,69	55,83								
PL Atual (R\$Mil)	140.823,962	12.054,162	6.223,03	1.074,72	12.340,68								
Data de início	14-Aug-08	28-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
Investimentos Imobiliários
anita.spichler@riobravo.com.br

Vanessa Faleiros

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

Flávio Strunk

Chief Financial Officer
flavio.strunk@riobravo.com.br

Comercial

institucional@riobravo.com.br

Daniel Sandoval

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

Daiana Pires

11 3509-6639
daiana.pires@riobravo.com.br

Fabiana Nani

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

Relações com Investidores

Isabela Perez

11 3509-6657
ri@riobravo.com.br

Ouvidoria

0800 722 9910
ouvidoria@riobravo.com.br



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

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 REGULAÇÃO 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 FIIs 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 nosso 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



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

www.riobravo.com.br