

# ESTRATÉGIAS RIO BRAVO

## O MINISTRO E A META

JULHO 2015

*“Custa tanto ser sincero quando se é inteligente!  
É como ser honesto quando se é ambicioso”  
(Fernando Pessoa)*

O mês de julho de 2015 será lembrado por uma má ideia muito bem intencionada. Há sete meses no cargo quebrando lanças, encarnando a responsabilidade fiscal e acumulando admiradores, o ministro Levy percebeu que os obstáculos que o separam da meta de superávit primário para o ano

de 2015 eram grandes demais. Ao longo do mês, um pequeno ensaio de três especialistas alertava que o desequilíbrio fiscal existente e prospectivo era tal que o “aumento previsto dos gastos públicos até 2030 requer que todo ano sejam aprovadas novas medidas de contenção de despesa equivalentes às enviadas em dezembro, pelos próximos 15 anos, ou uma nova CPMF a cada governo.”<sup>1</sup> Um diagnóstico devastador, e parecendo confirmar os temores do ministro. →



## O MINISTRO E A META

→ Entre as premissas dessa avaliação está a ideia de que o governo não recuaria nos generosos aumentos de gastos sociais efetuados nos últimos anos, o que, de fato, é consistente com todos os episódios anteriores, no Brasil e no exterior, de “conquistas” representando despesas maiores das quais o Estado nunca recuou. Vito Tanzi, o lendário especialista em assuntos fiscais do FMI, talvez o mais importante observador da cena fiscal nesse planeta, identificou esse mesmo fenômeno em muitos países, e assim explicou o crescimento continuado da presença do Estado na economia, medida pela carga tributária ou pelo nível de despesa pública relativamente ao PIB<sup>2</sup>.



*Na prática, os prêmios de risco soberano brasileiro já refletem o “downgrade”*

Haveria, portanto, ao se tomar ao pé da letra a avaliação dos três especialistas, um problema estrutural, um descompasso entre

aspirações e possibilidades que vai bem além das dificuldades de curto prazo de se retornar a superávits primários de 3% do PIB com os quais o Brasil conviveu de forma pacífica e próspera na década anterior a 2009. O problema não seria propriamente as “escorregadas” empreendidas sob os auspícios da desastrosa “Nova Matriz Macroeconômica”, mas algo mais profundo, pois sob a aparência de “medidas anticíclicas”, e que de bom tinham apenas a suposta virtude da reversibilidade, estava se montando um pacote de novas “conquistas” sociais semelhante, nos seus efeitos, ao determinado pela Constituição de 1988.

Como é possível que nos anos posteriores a 2009 tenha sido cabível encomendar tanta despesa sem uma mobilização e os mandatos de que dispunham os constituintes de 1988? Como foram superados os impedimentos e requisitos impostos pela Lei de Responsabilidade Fiscal para aumentos de despesa nessa magnitude? Como convencer a presidente a recuar desse novo pacote de “conquistas”?

<sup>1</sup> Mansueta Almeida, Marcos Lisboa e Samuel Pessoa “O Ajuste Inevitável ou o país que ficou velho antes de se tornar desenvolvido”, Julho 2015

<sup>2</sup> Ver Vito Tanzi e Ludger Schuknecht “Public spending in the 20th. Century: a global perspective”, Cambridge University Press, 2000.



## O MINISTRO E A META

Uma avaliação realista das respostas para estas perguntas pode perfeitamente ter se firmado na mente do ministro Levy, que invocou o compromisso com a transparência para tomar a polêmica decisão de reformar a meta de superávit primário para 2015 de 1,2% do PIB para 0,15%.



*Definitivamente, a mudança da meta fiscal não foi uma boa ideia*

O anúncio dessa decisão, como se sabe, caiu sobre os mercados como um viaduto, e foi tomada como uma desidratação do ministro Levy, cuja estatura parecia se reduzir tal qual suas ambições. Suas aparições escassearam, em contraste com as do ministro Nelson Barbosa e, em seguida, a meta “associada” de evitar a perda do “grau de investimento” tornou-se mais distante com a iniciativa da Standard & Poors de colocar a nota para o crédito soberano brasileiro em perspectiva negativa. A Standard & Poors dá ao país a classificação mais baixa dentro do grau de investimento, de tal sorte que o rebaixa-

mento de um degrau seria suficiente para produzir o “downgrade” para o “grau especulativo”, ou seja, uma nota abaixo de 5 para uma escala de zero a 10.



*O ministro Levy nunca esteve tão sozinho*

É curioso, mas nada surpreendente para quem é do ramo, o modo como os mercados antecipam os movimentos das agências ou, *mutatis mutandis*, a forma como as agências seguem os mercados. Na prática, os prêmios de risco soberano brasileiro já refletem o “downgrade”, o que faz com que a decisão das agências, no momento em que é tomada, praticamente já tenha provocado todos os seus efeitos. No dia do anúncio da perspectiva negativa, a bolsa subiu e o dólar caiu, de modo que a impressão que ficou, pela rápida resposta da agência, foi a de que o gesto de sinceridade do ministro foi como jogar a toalha.

Essa psicologia retira bastante da grava-



## O MINISTRO E A META

de do “downgrade” alardeada pelo ministro Levy, pois o anúncio, no momento em que é feito, não afeta significativamente o comportamento dos mercados. Fica parecendo que a ameaça era menos crítica do que o ministro fazia supor, e que a austeridade proposta era desnecessária.

Definitivamente, a mudança da meta fiscal não foi uma boa ideia, e não houve ganho algum, de credibilidade ou na esfera política, em decorrência da sinceridade do ministro. Era melhor manter-se aferrado ao sonho, e fracassar lutando o bom combate, do que se render às realidades da política. O fracasso teria sido visto como heroísmo, sinal de persistência e convicção, se houvesse a percepção de que a meta foi perseguida até o último homem. A conta pela derrota poderia ser melhor alocada a quem produziu o desastre e

não ao médico que procurou consertar o problema. Com a decisão, o fracasso passou a ser de Levy, em vez de ser uma avalanche que caiu sobre ele. Infelizmente, neste caso, o recuo foi visto como rendição.

Ainda estava cedo para que o ministro mostrasse resultados seja na inflação ou no crescimento, e, em ambos os casos, a reconstrução da confiança era fundamental e avançava lentamente. Não era preciso revisar coisa alguma.

Enquanto isso, o Banco Central, cujo presidente anda sumido do noticiário, promoveu mais um aumento na SELIC com vistas a declarar encerrada a sua missão e afastar-se mais ainda dos acontecimentos.

O ministro Levy nunca esteve tão sozinho.



Após o anúncio da redução da meta fiscal do governo em 2015, recrudescceu a discussão acerca da possibilidade de rebaixamento da nota de crédito do Brasil, com a possibilidade de perda do “grau de investimento”.

As escalas de classificação de risco das agências de rating refletem tão somente a probabilidade associada a um default (calote) pelo ente classificado. A metodologia de avaliação das três maiores agências internacionais (Standard & Poors, Moody’s e Fitch) é similar na classifica-

ção das notas de créditos de países e de empresas e apresenta até 24 níveis de classificação.

O “grau de investimento” é o limite na escala de classificação das agências de rating a partir do qual um devedor é considerado de boa qualidade. Abaixo desse patamar, os créditos são comumente denominados “junk bonds”. Uma parcela relevante dos investidores institucionais tem restrições de investimento em países ou companhias com classificação inferior ao grau de investimento. O Brasil conquistou o grau de

Moody's	S&P	Fitch	Descrição	
Aaa	AAA	AAA	Prime	GRAU DE INVESTIMENTO
AA1	AA+	AA+	Grau elevado	
AA2	AA	AA		
AA3	AA-	AA-		
A1	A+	A+	Grau médio elevado	
A2	A	A		
A3	A-	A-		
BAA1	BBB+	BBB+	Grau médio baixo	
BAA2	BBB	BBB		
BAA3	BBB-	BBB-		
BA1	BB+	BB+	Grau de não-investimento/ Especulativo	GRAU ESPECULATIVO
BA2	BB	BB		
BA3	BB-	BB-		
B1	B+	B+	Altamente Especulativo	
B2	B	B		
B3	B-	B-		
CAA1	CCC+	CCC+	Risco substancial	
CAA2	CCC	CCC		
CAA3	CCC-	CCC-		
CA	CC	CC	Extremamente especulativo	
	C	C		Em moratória com pequena expectativa de recuperação
C	RD	DDD	Em moratória	
/	SD	DD		
/	D	D		

fonte: Moody's, Standard & Poor's e Fitch



## CRÉDITO

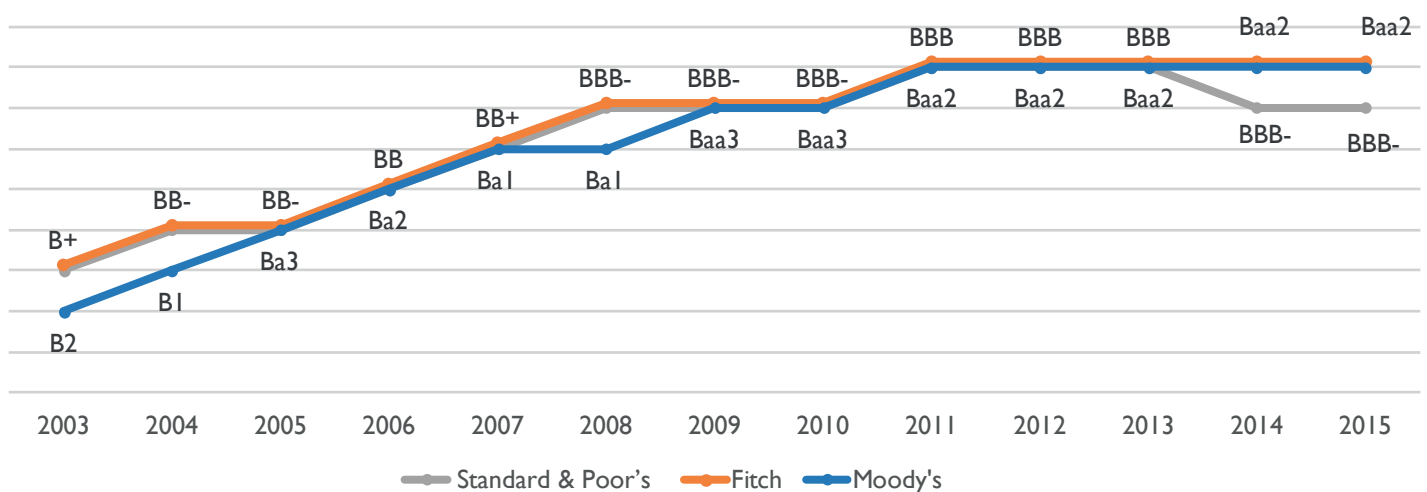
investimento em 2009, conforme demonstrado no gráfico abaixo. Atualmente, o país encontra-se no limite da classificação “grau de investimento” pela Standard & Poors (classificação BBB-) e tem classificação um notch acima pela Fitch (classificação BBB) e pela Moody’s (classificação Baa2, equivalente à BBB).

Era praticamente consenso a expectativa de que o governo não atingiria a meta do superávit primário de 1,2% do PIB este ano. Entretanto, até os mais pessimistas foram surpreendidos pela intensidade da revisão das metas de superávit entre 2015 e 2018, o que deu causa às especulações sobre o rebaixamento da classificação do país. De fato, alguns dias depois do anúncio da redução da meta, a Standard &

Poors, que mantinha o rating brasileiro em BBB- com perspectiva estável, soltou nota alterando a perspectiva para negativa, o que sinaliza a possibilidade iminente de um efetivo rebaixamento. Historicamente, o rebaixamento vem numa janela de seis a doze meses após a alteração da perspectiva para negativa, a não ser que as finanças do ente objeto da classificação comecem a dar sinais efetivos de mudança.

A deterioração da classificação de rating de um país reflete as condições econômicas do mesmo, o que tem também efeito sobre a geração de caixa das empresas nos diversos setores. É, portanto, intuitivo depreender que há correlação do rating do soberano brasileiro com o rating de crédito das empresas brasilei-

### Evolução Rating Soberano Brasil



fonte: Moody's, Standard & Poor's e Fitch



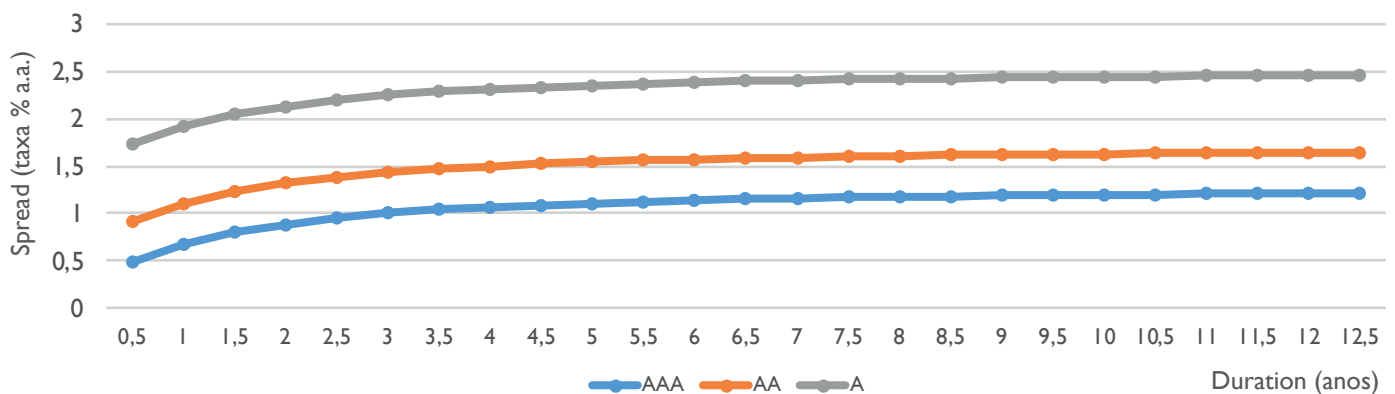
## CRÉDITO

ras como um todo. De fato, até julho deste ano, as três agências internacionais reduziram 93 ratings corporativos no Brasil, superando o número de rebaixamentos realizados em cada um dos últimos 13 anos. Nesse mesmo período de 2015, foram realizados apenas 15 elevações de ratings corporativos pelas mesmas agências. O número de rebaixamentos ainda tende a aumentar com a atual pers-

pectiva para o rating soberano e desdobramentos dos recentes escândalos de corrupção.

No mercado de dívida corporativa, os reflexos desses rebaixamentos ficam evidentes quando comparamos o prêmio de crédito (spread) exigido pelos investidores em títulos de crédito com diferentes classificações de rating.

### Spread de Debentures - Mercado Local



fonte: Anbima

Com o maior risco sinalizado por um downgrade, os investidores passam a exigir um prêmio (spread) maior para emprestar dinheiro a uma determinada companhia. A título de exemplo, a evolução do spread nos bonds da Braskem demonstra o aumento da taxa de remuneração após sucessivos downgrades nos últimos meses.

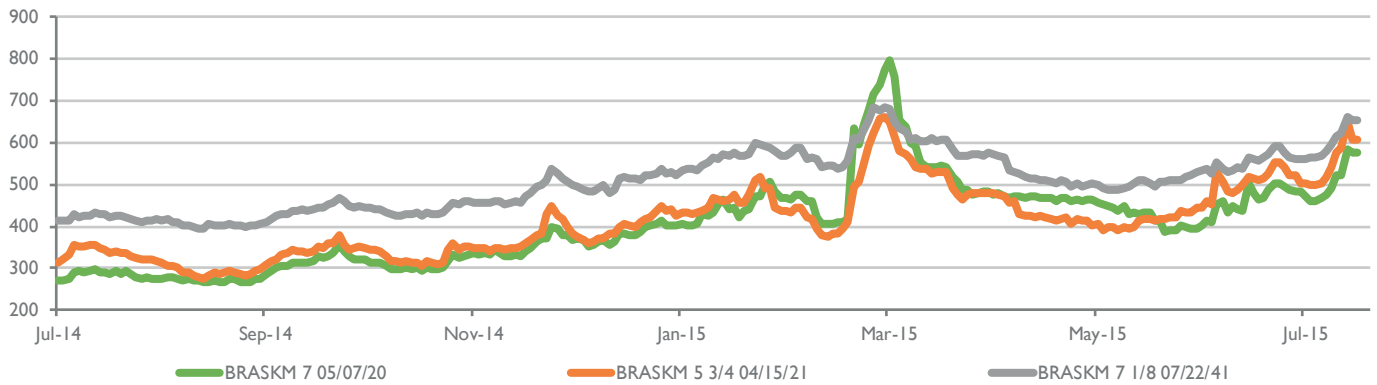
A deterioração da qualidade de crédito das

companhias, somado ao ciclo de alta da Selic, não só eleva o custo para captar recursos de terceiros, mas também inibe as emissões de dívida por parte das companhias. De fato, as emissões de títulos de dívida no mercado doméstico e externo reduziram-se em 44,4% e 72,9% respectivamente, comparando o primeiro semestre de 2015 e 2014.

A perda de grau de investimento no rating

CRÉDITO

**Evolução do Spread de Bonds no Mercado Externo**

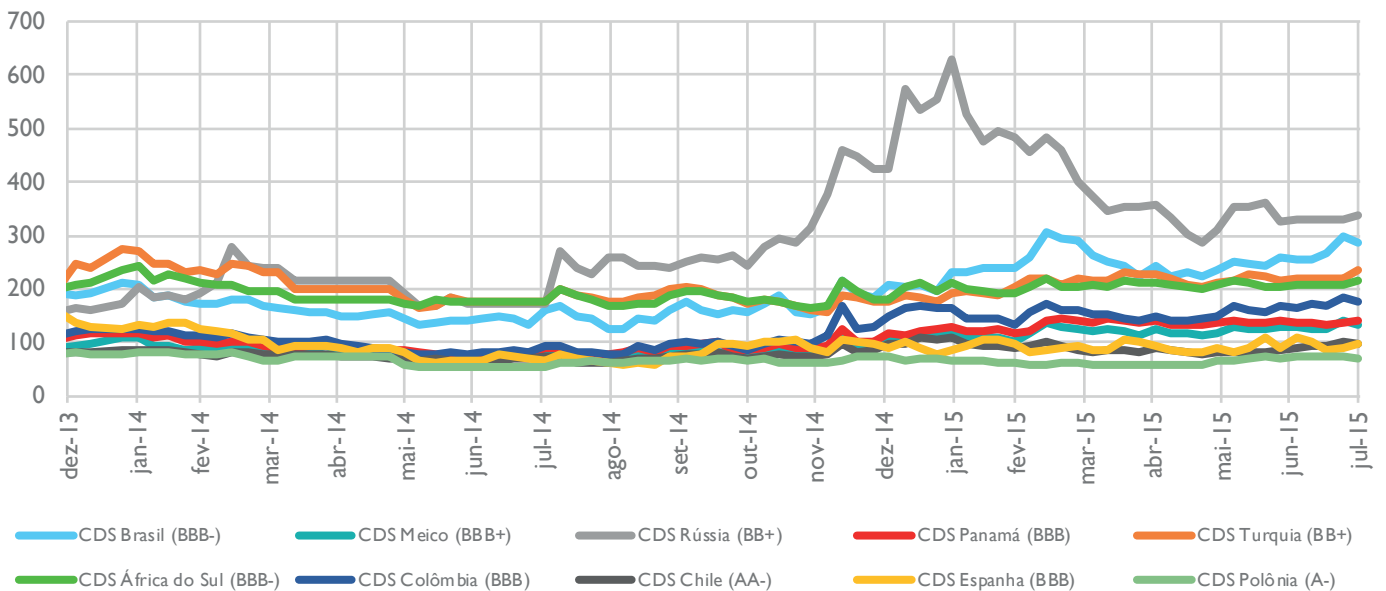


fonte: Bloomberg

soberano pode acirrar esse ciclo vicioso em que se encontra a economia brasileira. A má notícia é que, atualmente, o prêmio exigido

pelo risco Brasil, mensurado pelo CDS , encontra-se cada vez mais próximo do nível de países que não têm o grau de investimento.

**Prêmio de risco do CDS de 5 anos**



fonte: Bloomberg

<sup>1</sup> Credit default swaps (CDS): mensura o quanto um credor precisa pagar para adquirir uma proteção contra um possível default do emissor de uma dívida. Quanto maior a probabilidade de um default, mais caro o valor da proteção.





Em agosto o Rio Bravo Fundamental FIA teve uma performance de -2,2%. Desde seu início, em setembro de 2004, o fundo acumula uma rentabilidade de 392,2%, ou 161,8% do benchmark, IGP-M + 6%. O Rio Bravo Fundamental Institucional FIA teve uma performance de -2,1%. Desde seu início, em abril de 2010, o fundo acumula uma rentabilidade de 3,3%, contra -28,5% do benchmark, Ibovespa.

## COSAN

Na última carta que escrevemos sobre Cosan, descrevemos basicamente a reestruturação corporativa do grupo. De lá para cá, entretanto, apenas parte desse processo e da simplificação da estrutura foi implementada.

A Cosan consistia, antes da reestruturação, em: (i) negócio de Combustíveis (Raízen Combustíveis), (ii) Açúcar e Etanol (Raízen Energia), (iii) sua participação na Comgás, (iv) logística (Rumo), (v) gestão de terras (Radar) e (vi) negócio de lubrificantes. A reestruturação visava simplificar o grupo, segregando os riscos de cada negócio e dando mais visibilidade para os investidores. Para isso, seriam cindidos os negócios de Logística e de Distribuição de Gás.

A cisão de Logística foi concluída e a fusão com a ALL autorizada e implementada. Hoje, já não somos mais acionistas dessa linha de

negócios. Em relação ao negócio de Distribuição de Gás, a cisão foi adiada, pois estava condicionada a uma nova emissão de dívida. O objetivo seria usá-la para pré pagar uma outra dívida emitida no passado pela Cosan (bond perpétuo) e a nova dívida seria cindida junto com as ações da Comgás, cujo fluxo de caixa permite maior alavancagem. A emissão não aconteceu por uma piora no cenário de captação e foi retomada em julho.

Passando para o lado operacional, os negócios continuam indo bem. Em Combustíveis, a rentabilidade medida pelo EBITDA/m<sup>3</sup> seguiu melhorando e atingindo níveis recordes em torno dos R\$100/m<sup>3</sup>, com crescimento de volumes menor mas consistente.

Para a unidade de Açúcar e Etanol (A&E), os preços do açúcar em dólares continuam caindo, mas são compensados pela desvalori-



## RENDA VARIÁVEL

zação do real. Além disso, seguem uma dinâmica de hedge que não deixa a empresa tão suscetível a movimentos no curto prazo. Em etanol, a volta da CIDE na gasolina desencadeou uma migração do consumo de combustíveis. Assim, o consumo de etanol cresce cerca de 40% no primeiro semestre em relação ao mesmo período ano anterior. Os preços, porém, ainda não refletiram esse aumento.

A estabilidade no preço do etanol se deve ao estoque alto das usinas na virada de 2014 para 2015 e à maior proporção de cana moída destinada para a produção de etanol. Como o setor sucroalcooleiro passa por dificuldades financeiras e o prazo de recebimento das vendas de etanol é, em geral, mais rápido que do açúcar, quanto mais etanol produzirem, mais alívio financeiro de curto prazo as usinas conseguem. Uma vez que isto se amenizar, os preços do etanol devem subir e beneficiar os resultados dessa unidade.

Ainda em A&E, a Cosan anunciou uma benévola redução dos investimentos para este ano. A notícia é positiva, pois (i) os retornos de A&E são menores e (ii) impulsionam a geração de caixa e permitem a desalavanca-

gem do grupo.

Apesar desse bom momento operacional dos negócios, a ação não responde de acordo. No ano, elas se desvalorizam quase 30%. Mais impressionante é a underperformance em relação aos seus concorrentes listados em cada um dos seus principais negócios: Ultrapar (UGPA3 – similar a Raízen Combustíveis) sobe 38% no ano, São Martinho (SMTO3 – similar a Raízen Energia) cai 7% e a Comgás (CGAS5 – controlada pela Cosan) cai 10% no ano. O EBITDA somado dessas três unidades da Cosan representa quase todo o EBITDA da cia.

Vemos aqui um claro caso em que a complexidade do negócio junto à falta de visibilidade do resultado consolidado se sobrepõe aos resultados das operações. O valor da empresa é frequentemente obscurecido por novidades quantitativas de difícil previsão e qualitativas de difícil mensuração. Entendemos que o management da Cosan precisa cada vez mais mostrar ser capaz de refletir suas ações em efetivos lucros e alocar capital com disciplina e qualidade. Para nós, esta é uma condição sine qua non para mantermos o investimento.



Em 30 de julho, o jornal “Valor Econômico” publicou na coluna ‘Palavra do Gestor’ o artigo de Augusto Martins, sócio da área de Investimentos Imobiliários da Rio Bravo.

Abaixo, segue a íntegra do texto.

## O poder do voto nos fundos imobiliários

O primeiro semestre do ano foi muito positivo para a indústria dos Fundos Imobiliários (FIs). O IFIX, índice da bolsa composto por uma cesta de produtos imobiliários, acumulou retorno de 9,3%, enquanto o CDI do mesmo período ficou em 6,0%, o Ibovespa, em 6,1% e o IMA-B (cesta de títulos públicos indexados à inflação), em 8,4%.

Alguns fatores ajudaram os FIs, como a maior estabilidade das taxas de juros longas e menor incerteza quanto à performance das carteiras de imóveis para renda. Com isso, o mercado percebeu que as cotas dos fundos estavam baratas e a correção aconteceu de forma consistente durante o semestre. Para melhor ilustrar como essa valorização ocorreu, dos 68 fundos que compõe o IFIX, 43 deles (63%) tiveram retorno superior ao CDI e somente seis tiveram retorno negativo.

Entretanto, os FIs vêm mostrando um outro lado que não é mensurável em números: o

poder do voto. De forma geral, os fundos têm políticas de investimento e regras bastante objetivas, sendo usualmente necessária uma assembleia com os investidores para discutir e deliberar algumas matérias, assim como acontece num condomínio residencial, por exemplo.

A bem da verdade, existe um fator em que os FIs parecem estar atrás dos condomínios, o quórum de participação, mas nem por isso com menor efetividade. Vendas de ativos, novas captações, ofertas públicas, exercício de direito de preferência, enfim, já são diversos casos em que uma assembleia de um Fundo Imobiliário ditou os rumos do negócio.

Um bom exemplo de como o voto pode se relacionar diretamente com o retorno dos fundos pode ser visto quando existe um desconto entre o valor do Fundo no mercado secundário (Bolsa) e seu valor patrimonial. Este indicador, quando calculado para uma cesta com diversos fundos de escritórios, era 0,74



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

em 30 de junho, o que significa que esta cesta tinha valor de mercado 26% inferior ao valor dos ativos imobiliários estabelecidos por laudos de avaliação. Em números, essa carteira negociava em bolsa em preço equivalente a R\$ 9.556/m<sup>2</sup> enquanto o laudo de avaliação apontava para 12.907/m<sup>2</sup>.

Esse desconto é tema recorrente entre os players de mercado, que discutem se ele deveria ser visto como um incentivo para os Fundos venderem seus imóveis, entregarem os recursos aos cotistas e liquidarem os fundos.

É fato que diversas ofertas já ocorreram para comprar carteiras inteiras de imóveis, no entanto, na maior parte das vezes, a operação não foi concluída. Talvez este seja o caso mais relevante em que o voto tem relação direta com o retorno do fundo e demonstra como os investidores enxergam suas alocações nos fundos. Usualmente, a lógica deste tipo de decisão está relacionada a três itens, o horizonte de longo prazo do investimento, o objetivo de obter retorno com a renda e a dificuldade em encontrar bons ativos imobiliários para realocar os recursos.

Outros casos emblemáticos foram decididos pelo poder do voto. Emissões de cotas já tiveram condições e volumes alterados, aquisi-

ção de participações adicionais em empreendimentos foram negadas e até uma oferta pública de aquisição (OPA) foi inviabilizada.

É importante lembrar que voto não é veto, tanto é que existiram casos em que as ofertas foram aceitas, os fundos venderam seus ativos e acabaram liquidados. Em outros casos, os fundos fizeram suas emissões e aumentaram seu patrimônio. Já houve até um caso em que o fundo alterou totalmente sua política de investimentos, a remuneração do gestor e - pasmem - a política foi flexibilizada de forma relevante e a taxa de gestão, majorada.

Dois bons exemplos demonstram como esse voto tem ocorrido e como a tomada de decisão, por vezes, se colocado nas mãos dos investidores. Em junho deste ano, o FII Cyrela Thera Corporate realizou uma assembleia para aprovar uma nova emissão de cotas no valor total de R\$ 10,4 milhões. Nessa assembleia, os cotistas aprovaram o formato e condições da emissão, mas solicitaram a redução do volume pela metade, R\$ 5,2 milhões, o que foi finalmente aprovado em julho. Em uma outra assembleia emblemática, o MSL 13 FII discutiu em julho de 2014 a venda do único ativo do fundo. Essa venda foi aprovada e posteriormente o fundo foi liquidado.



## INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

De toda forma, um levantamento com alguns fundos captados entre os anos de 2011 e 2012 explica a lógica das decisões: mais de 70% dos investidores permanecem com as suas posições depois de três anos da captação. Esse dado é revelador e demonstra que o investidor entende o racional dos Fundos Imobiliários no qual investe seus recursos e, assim como no investimento direto em imóveis, as decisões devem ser pautadas pela visão de longo prazo.

A dinâmica do investimento direto em imóveis, na qual o investidor acaba por decidir cada detalhe do negócio, tem encontrado um caminho próprio no primo do mercado financeiro, o Fundo Imobiliário. Gestores e investidores aprenderam que o melhor caminho é sempre a conversa, mas obviamente, nos casos mais relevantes, o voto estará sempre presente e a vontade dos investidores prevalecerá.

Claro que ainda existem itens para serem

disciplinados, até para evitar a percepção de que o investidor pode interferir em tudo e participar da gestão. Afinal, é importante lembrar que os FIs contam com diversas vantagens e, definitivamente, uma delas é contar com uma gestão profissional.

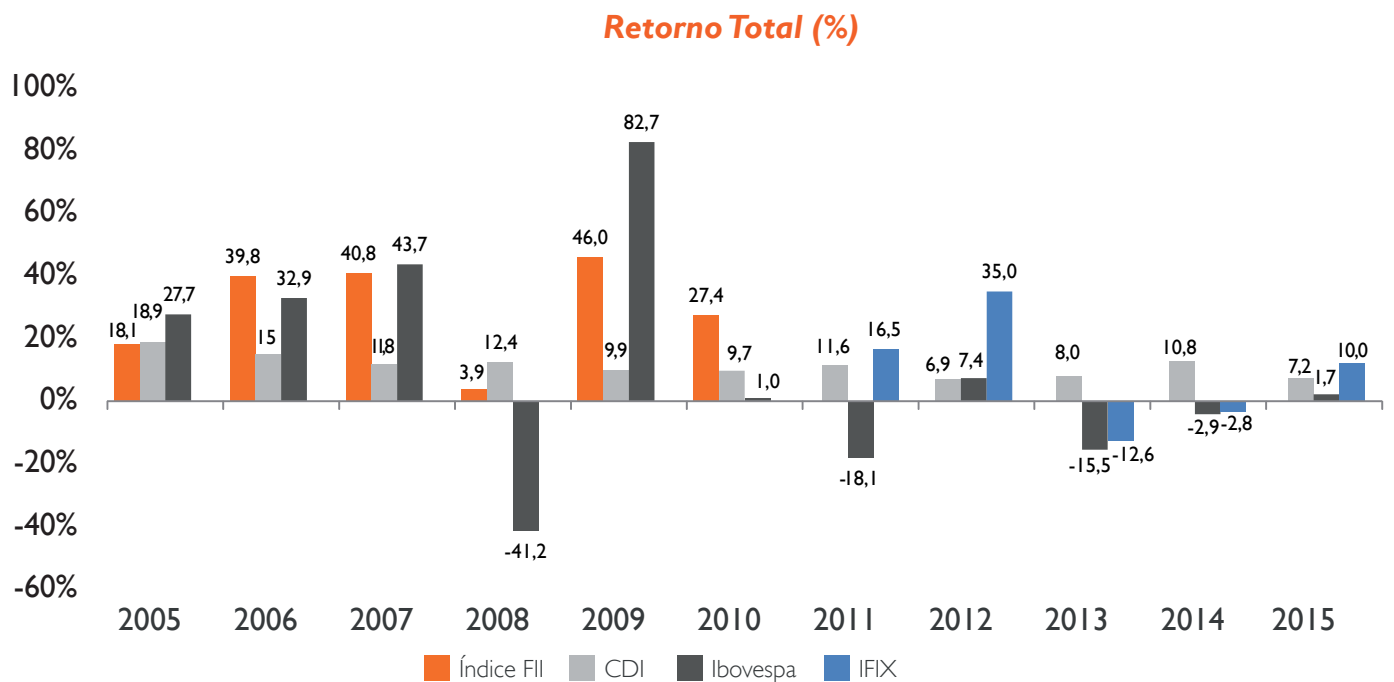
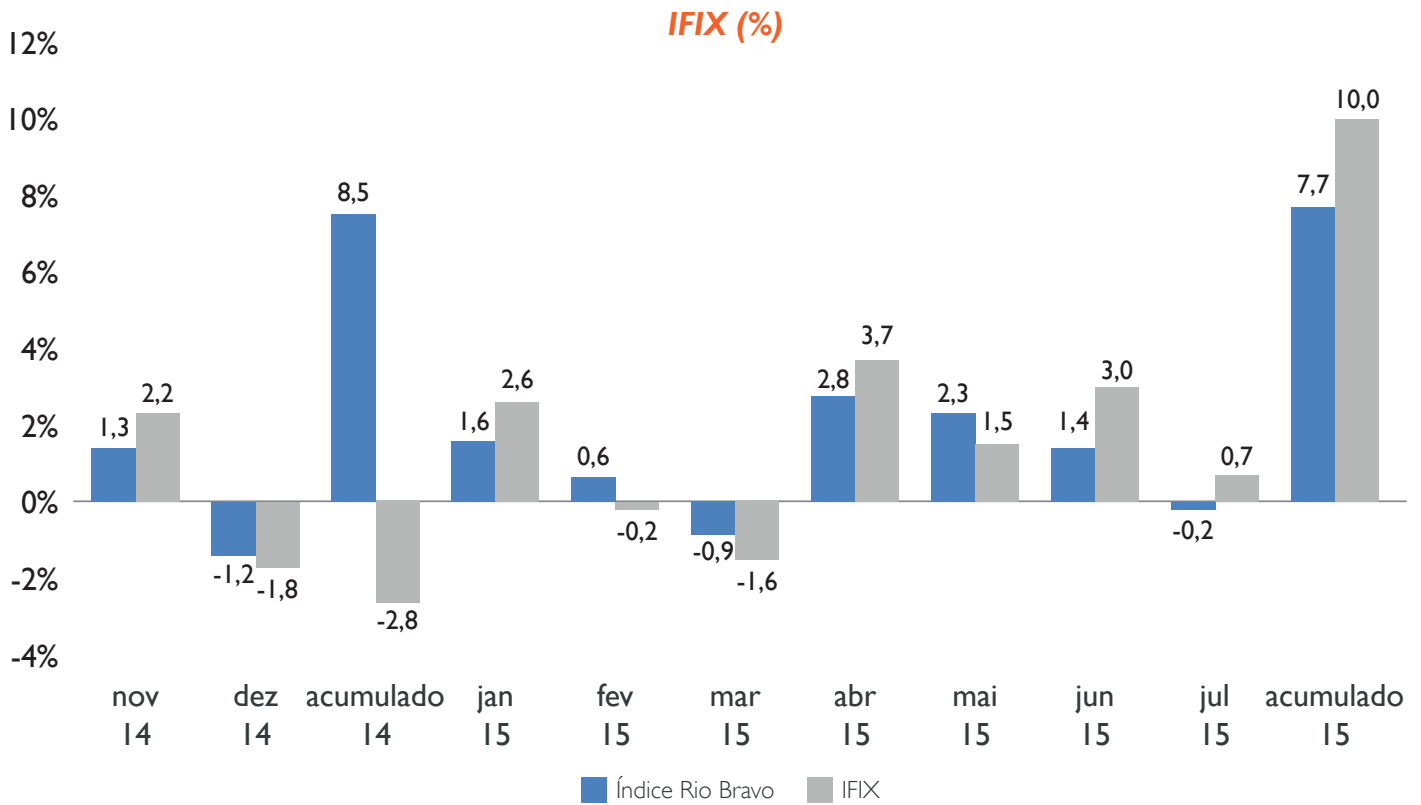
Enfim, voto não é veto e, nesse diálogo entre gestores e investidores, é a indústria de FIs que se fortalece.

### IFIX

No gráfico abaixo, é possível verificar, mês a mês, o retorno total do IFIX, assim como uma carteira teórica elaborada com os FIs administrados pela Rio Bravo disponíveis para negociação na BM&FBovespa. No segundo gráfico, o comparativo do retorno total em cada ano, desde 2005 até julho de 2015, entre CDI, Ibovespa, IFIX e índice FI – elaborado pela Rio Bravo e utilizado para séries antigas à criação do IFIX.



INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS





As incertezas políticas e a dificuldade na implementação do ajuste fiscal afetaram os ativos financeiros significativamente no mês de julho. E mais uma vez conseguimos demonstrar as vantagens de um investimento diversificado.

Em mês de abertura de taxas (IMA-Geral +0,70%), queda nas bolsas (Ibovespa -4,18%) e CDI acumulado alto (+1,17%), um pequeno percentual alocado em moedas e/ou ativos no exterior se provou suficiente para proteger todo um portfólio.

Como fazemos todos os meses, a carteira teórica que serve de referência para a base de clientes – 75% alocados em fundo diversificado e 25% em índice de fundos imobiliários – mostrou resiliência no período. Mesmo com o IFIX performando abaixo do CDI (+0,70%), movimento já esperado por conta da forte alta na curva de juros de médio e longo prazos, o investimento superou seu benchmark, rendendo 107% do CDI.

A chave para tal performance foi o dólar, que valorizou mais de 10% em relação à moeda brasileira. O percentual alocado em moedas precisou ser muito bem calibrado. Se não alocamos o suficiente, a exposição a risco continua alta. Mas se alocamos demais, acaba-

mos "comendo" rentabilidade das carteiras, além de, sim, aumentar o risco das mesmas. Difícil, mas importantíssimo equilíbrio.

A história, inclusive, não está completa até entendermos os riscos envolvidos na estratégia. Enquanto as volatilidades anualizadas das diversas classes de ativos batem seus níveis mais altos no ano, a combinação ideal de fundos e índices com baixas e negativas correlações entre si nos permite dizer que o retorno está adequado ao risco corrido pelo cliente moderado.

É difícil imaginar mudança sensível de cenário no curto prazo. Continuaremos posicionando os clientes para 2016 e 2017 sem esquecer que ainda estamos em agosto de 2015...

Observação: O acompanhamento que fazemos é apenas indicativo. Cada portfólio tem suas características específicas. Performance passada não significa garantia de performance futura.

# PERFORMANCE (%)

# ESTRATÉGIAS RIO BRAVO

	Crédito			Renda Variável			MultiAssets						Índices					
	Rio Bravo Crédito Privado FIRF	Rio Bravo Liquidez DI FI Referenciado	Rio Bravo Crédito Privado Inflação FLIP	Rio Bravo Fundamental FIA	Rio Bravo Fundamental Institucional FIA	Rio Bravo Fundamental SMC FIA	Rio Bravo Multi Estratégia FIC FIM	Rio Bravo Juros FIC FIRF Crédito Privado	Rio Bravo Valor Institucional FIC FIA	Rio Bravo Mercados Emergentes FIM CP	Rio Bravo Previdência FIM	Rio Bravo Absolute Yield FIC DE FIM CRED PRIV IE	CDI	Ibovespa	IGP-M + 6%	SMLL	IMA - B	Dólar
julho 15	1,19	1,13	1,03	-2,17	-2,12	-1,92	2,29	0,68	-2,29	9,68	-0,53	1,27	1,17	-4,17	1,23	-3,75	-0,73	3,62
junho 15	1,04	1,03	0,80	-2,35	-1,56	-3,50	0,46	0,30	0,90	-4,49	-1,18	1,19	1,06	0,61	1,15	-1,17	-0,27	-2,40
maio 15	0,99	0,95	1,18	-4,76	-4,20	-2,18	1,13	1,62	-3,33	5,71	-0,35	0,86	0,98	-6,17	0,91	-2,38	2,57	6,19
abril 15	0,96	0,91	1,06	5,67	5,69	3,94	0,11	1,27	4,77	-3,29	2,98	1,21	0,95	9,93	1,62	3,04	2,44	-6,68
março 15	1,03	0,99	0,82	-2,16	-1,85	-1,54	1,82	0,28	1,94	9,84	-0,66	1,22	1,03	-0,84	1,47	0,89	-0,28	11,67
fevereiro 15	0,79	0,79	0,81	4,27	4,22	1,54	1,44	0,69	4,96	7,89	1,01	0,75	0,82	9,97	0,71	5,65	0,54	7,91
janeiro 15	0,97	0,88	1,45	-4,77	-5,11	-4,24	-0,23	1,71	-9,62	0,43	-0,58	1,14	0,93	-6,20	1,25	-12,05	3,12	0,23
dezembro 14	0,91	0,91	0,17	-4,98	-5,13	-3,00	0,22	0,03	-4,57	-0,92	-2,30	10,39	0,95	-8,62	1,15	-7,33	-1,91	3,75
novembro 14	0,87	0,80	1,04	-0,17	0,35	-0,47	1,32	1,20	0,60	2,40	1,46	N/A	0,84	0,17	1,41	-0,51	2,14	4,74
outubro 14	0,97	0,90	1,24	-1,52	-1,49	-0,68	1,03	1,22	0,73	2,21	3,29	N/A	0,94	0,95	0,82	-1,59	2,08	-0,28
setembro 14	0,85	0,86	0,08	-6,51	-6,38	-4,99	-0,08	-0,53	-9,12	6,48	-2,13	N/A	0,90	-11,70	0,69	-9,38	-3,53	9,44
agosto 14	0,96	0,82	1,93	5,91	5,91	-0,37	1,22	1,88	7,82	1,09	2,21	N/A	0,86	9,78	0,21	7,57	4,82	-1,23
Ano	7,22	6,88	7,38	-6,59	-5,29	-7,87	7,22	6,73	-3,44	27,46	0,63	7,89	7,16	1,71	8,64	-10,30	7,55	21,03
12 meses	12,19	11,54	12,23	-13,61	-11,94	-11,96	11,25	10,84	-8,51	39,75	-1,37	13,47	12,06	-8,89	13,36	-20,67	11,23	41,79
24 meses	23,49	22,04	N/A	-11,83	-8,61	-6,86	18,94	18,06	-10,80	N/A	N/A	N/A	23,18	5,45	26,60	-26,02	N/A	40,37
36 meses	32,43	30,24	N/A	2,15	0,46	N/A	26,83	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	32,08	-9,33	41,15	N/A	N/A	56,83
48 meses	47,07	43,08	N/A	3,90	N/A	N/A	43,97	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	45,70	-13,53	59,53	N/A	N/A	106,57
60 meses	63,70	58,33	N/A	3,89	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	61,96	-24,66	83,22	N/A	N/A	82,96
Desde o início	99,86	103,54	19,07	392,19	3,25	-1,96	88,97	18,06	-3,47	42,28	1,78	19,10						
PL médio * (R\$Mil)	155.235,49	37.080,40	10.509,51	175.884,67	79.786,36	50.069,93	18.650,95	25.876,73	9.033,86	14.324,48	7.170,28	8.992,74						
PL Atual (R\$Mil)	170.292,00	38.751,80	18.297,902	37.089,07	48.569,90	62.609,85	10.041,36	18.887,14	5.097,24	13.241,80	14.326,92	24.666,44						
Data de início	14-ago-08	27-dez-07	27-fev-13	8-set-04	6-abr-10	17-mai-12	3-nov-08	10-jun-13	16-abr-12	11-dez-13	12-mar-13	18-mar-14						
Taxa de administração (a.a)	0,45%	0,35%	0,65%	2,00%	2,00%	1,50%	0,20%	0,10%	0,50%	1,75%	1,10%	0,50%						
Taxa de performance (a.a)	-	-	20% do que exceder 100% do IMA-B	20% do que exceder IGP+6%	20% do que exceder IBOVESPA	20% do que exceder SMLL	10% do que exceder CDI	10% do que exceder IMA-Geral	10% do que exceder IBOVESPA	10% do que exceder JPMorgan EMBI Global	-	10% do que exceder CDI						

\* Patrimônio líquido médio nos últimos 12 meses





## RIO BRAVO INVESTIMENTOS

### **Mario Fleck**

Chief Executive Officer  
mario.fleck@riobravo.com.br

### **Gustavo Franco**

Estrategista-chefe  
gustavo.franco@riobravo.com.br

### **Paulo Bilyk**

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

### **Rafael Alves Rodrigues, CFA**

Diretor  
Renda Variável  
rafael.rodrigues@riobravo.com.br

### **Alexandre Fernandes e Souza**

Diretor  
Crédito  
alexandre.fernandes@riobravo.com.br

### **Luiz Borges de Medeiros Neto**

Diretor  
Private Equity  
luiz.medeiros@riobravo.com.br

### **Anita Spichler Scal**

Responsável  
Investimentos Imobiliários  
anita.spichler@riobravo.com.br

### **Silvio 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.

