

## Cenário Macroeconômico

### Brasil

A equipe econômica montada pelo governo Temer tem, sem dúvida, um currículo exemplar, mas a tarefa futura é extremamente árdua, mesmo para uma equipe muito bem preparada e bem-intencionada. Do lado fiscal, o foco inicial do Governo em propor medidas estruturais de longo prazo é compreensível, dada a necessidade de otimização do capital político e da impossibilidade de se perseguir nesse momento um superávit primário que estabilize a trajetória da Dívida/PIB. Dito isso, a falta de medidas de curto prazo que reduzam a enormidade do déficit, e até mesmo algumas “concessões” políticas, têm nos deixado desconfortáveis. A PEC que limita a expansão dos gastos do governo a zero em termos reais é absolutamente necessária e positiva, contudo é importante lembrarmos que essa medida sozinha é insuficiente e só apresentará um impacto relevante daqui a muitos anos.

Mesmo com a necessidade de ser realista na definição das metas, para que as mesmas sejam finalmente cumpridas depois de anos de promessas em vão, entendemos que será fundamental manter a tendência de redução do déficit primário nos próximos anos. Vale lembrar que a meta de superávit para 2016, apresentada pelo ex-Ministro Joaquim Levy, era de 2%, positivo, e que hoje, em tese, precisaríamos de um superávit primário ao redor de 3% do PIB só para estabilizar a dívida como proporção do PIB. É inexorável que a dívida bruta como percentual do PIB suba para os mais altos níveis da história se comparado a outros emergentes. Acreditamos ser premente conciliar medidas estruturais de longo prazo às medidas de curto prazo para se abreviar esse pico da Dívida/PIB de forma a permitir, o quanto antes, o início do necessário afrouxamento monetário.

Nosso cenário base leva em conta que o governo Temer possa estar esperando o desfecho do processo de impeachment da presidente Dilma no Senado para adotar medidas duras e impopulares, como aumento de impostos e reversão das desonerações ocorridas no governo passado. Além disso, avançar na reforma da previdência, diminuir a rigidez constitucional dos gastos e mudar as regras de reajuste do salário mínimo reforçariam e acelerariam o processo de estabilização e queda da Dívida/PIB do país. Outra agenda que pode surpreender positivamente, após a confirmação do impeachment pelo Senado, é a das concessões e privatizações. Acreditamos que a mesma possa ajudar em muito o árduo trabalho de consolidação fiscal e o necessário ganho de eficiência da economia.

O novo presidente do BC e sua equipe aumentam a credibilidade da política monetária e a decisão do CMN de não reduzir a meta de inflação de 2018 foi um acerto. Dado que a estratégia de consolidação fiscal parece se concentrar em reformas estruturais com efeitos de longo prazo e pelo fato que nos próximos anos ainda conviveremos com déficits primários relevantes, não faria sentido se impor uma meta de desinflação para um período tão curto e de difícil realização. Isso sobrecarregaria ainda mais a política monetária para um país que está asfixiado e com as condições financeiras extremamente apertadas. É inegável que com o tempo teremos que mirar metas de inflação menores e mais em linha com nossos pares, mas hoje julgamos que o mais importante para recuperar a credibilidade é ser realista para maximizar os acertos em relação às previsões e metas.

A inflação brasileira tem se mantido alta e persistente, acima do centro da meta por vários anos. A última vez em que esteve próxima a 4,5% foi em 2009 (fechando o ano em 4,3%), beneficiada pela crise internacional. Em 2006, o único período do *inflation targeting* em que a inflação ficou verdadeiramente na banda de baixo da meta (quando encerrou o ano em 3,1%), tivemos uma apreciação significativa do Real, que por sua vez gerou uma queda das commodities em Reais. Por mais que a inflação esteja desacelerando em 2016 (próxima a 8,8% ante 10,7% no fim de 2015), é inegável admitir que o nível atual ainda é decepcionante, principalmente se levarmos em conta que vivemos a pior crise econômica da história do país. Seguimos acreditando em uma desaceleração para 2016 (encerrando o ano próximo a 7,5%), porém menor do que projetávamos há alguns meses. Olhando-se os preços livres, os serviços apresentam desaceleração, atingindo 7,0% em junho ante 8,1% no fim de 2015, e assim devem permanecer até pelo menos 2017. Contudo, o nível ainda é elevado e a desaceleração extremamente lenta. Nos preços industriais houve aceleração nos últimos anos, 6,6% em junho ante 4,0% em janeiro de 2015, influenciada pela forte depreciação do câmbio. Alimentos seguem como o grande vilão com variações elevadíssimas próximas a 15% a.a., dentro do domicílio, ante 8% em janeiro de 2015. Não há como negar que o clima desempenhou um papel importante, mas na nossa opinião, o efeito defasado da grande depreciação do câmbio também teve uma grande influência nessas fortes altas de preços. Dito isso, com a recente valorização do Real e o hiato do produto permanecendo negativo, são esperadas desacelerações nos índices de inflação.

É provável que o nível atual de juros ainda seja um reflexo dos erros cometidos pelos governos passados, inclusive pela queda demasiada de juros ocorrida em 2012, mas entendemos que com uma política fiscal séria a tendência é de boa queda futura, inclusive pela tendência global de juros cada vez menores.

## Internacional

O referendo que aprovou a saída do Reino Unido da União Europeia foi um dos eventos mais surpreendentes da história recente do mercado financeiro mundial. Poucos dias antes da realização do referendo e no próprio dia da votação, 23 de junho, a convicção do mercado era quase absoluta na permanência do Reino Unido, já que casas de aposta indicavam o “*Remain*” com ampla vantagem. Contudo, quase 52% dos votantes optou pela saída da UE, um evento que em nosso entendimento trará consequências severas para a região e para o mundo por muito tempo. Nossa maior preocupação não é especificamente com as consequências econômicas diretas para o Reino Unido, mas com as implicações sobre a estabilidade e durabilidade da UE após o resultado do referendo.

O medo surge em situações em que as pessoas se sentem ameaçadas e o discurso populista tem se utilizado desse sentimento para semear receios dos mais variados, tais como: temor de que imigrantes roubem empregos locais; medo de que ocorram mais ataques terroristas; e aumento da violência. A saga da Grécia, que já dura muitos anos e bilhões de euros em resgates, também não ajuda, e adiciona um desconforto na população dos países mais ricos que sentem que o dinheiro de impostos não tem mais o mesmo retorno que antes. Com isso, partidos radicais, tanto de esquerda como de direita, bastante populistas, protecionistas, antiglobalização e não raro eurocéticos, têm surgido e conquistado boa participação no cenário político. Alguns exemplos são: Movimento 5 estrelas (M5S – Itália), Alternativa para Alemanha (AfD – Alemanha), Podemos (Espanha), Frente Nacional (FN – França) e porque não, o “fenômeno” Trump nos Estados Unidos com a promessa de construir um muro para separar os Estados Unidos do México.

É difícil esperar que a Zona do Euro possa efetivamente prosperar com países tão diferentes entre si, culturas tão destoantes e sem uma união fiscal. É verdade que os spreads de juros dos chamados países periféricos voltaram a níveis bastante baixos, contudo temos grande dificuldade em crer em uma União duradoura nos moldes atuais. Uma consequência possível, mas pouco provável, é que o Brexit finalmente desperte o espírito reformista em Bruxelas. Pelo histórico, e dada a conjuntura econômica e geopolítica atual, entendemos que a maior probabilidade é de mais rupturas à frente, gerando enormes incertezas que irão impactar sobremaneira a economia global. Basta lembrarmos que o PIB de toda União Europeia é praticamente idêntico ao dos Estados Unidos.

O “*main street*” segue lutando e pagando um alto preço desde a grande recessão mundial de 2008/2009. Apesar dos preços de alguns ativos estarem em níveis históricos elevados, a população em diversos países segue em uma situação econômica bastante delicada. Na Europa, as taxas de desemprego da Espanha, Itália e França (apenas para citar alguns) permanecem muito acima dos níveis que vigoraram antes da crise. Além disso, o desemprego entre os jovens é extremamente alto.

Enquanto escrevemos essa carta os preços das ações de bancos na Europa se aproximam perigosamente dos níveis mais baixos desde julho de 2012, operando ao redor de 0,6x book, quando Mario Draghi, presidente do ECB declarou de forma enigmática no meio da crise que o seu mandato seria “*fazer o que fosse necessário*” para estabilizar os mercados. O que mais pode ser feito pelas políticas monetárias mundiais? QE’s adicionais? Taxas de juros mais negativas?

Existe uma correlação bastante forte, como podemos observar no gráfico 1, entre os preços das ações de bancos e o crescimento do crédito não financeiro, que deve seguir sem apresentar crescimento no futuro próximo. Ressaltamos que, embora o crédito pudesse apresentar expansão do lado da oferta, os níveis de endividamento globais permanecem bastante elevados e, com raríssimas exceções, restringiriam o aumento da demanda. Nesse cenário de crédito restrito o crescimento da economia real fica prejudicado, não corroborando o vigor dos preços de muitos ativos.

Acreditamos que estamos num estágio bastante tardio dos efeitos benéficos de toda essa expansão monetária promovida pelos Bancos Centrais. Seguimos entendendo que infelizmente não se pode “tapar o sol com a peneira”. A realidade é que o mundo apresenta questões estruturais que levam a crer que o crescimento futuro permanecerá medíocre. A demografia é uma peça fundamental na análise de crescimento de longo prazo e o menor crescimento e envelhecimento da população prejudica a expansão das economias. Além disso, a produtividade teve um crescimento pífio nos últimos anos. É possível que a mesma não esteja sendo medida corretamente, mas a continuidade da queda na taxa de desemprego em determinadas economias nos leva a crer que ela está sim crescendo a taxas declinantes. Assim, o crescimento potencial das principais economias do mundo parece ter desacelerado nos últimos anos.

Por enquanto, possuímos um cenário benigno do ponto de vista inflacionário. Contudo, no início de 2017, os *headlines* dos índices de inflação estarão em níveis bem mais elevados, em função da incorporação da expansão dos preços de commodities nos últimos meses. Esse será um desafio para os BC’s, já que, por exemplo, na economia americana o núcleo da inflação não está mais tão baixo (no CPI 2,2% e no Core PCE 1,6% - ambos próximos, portanto, da meta de inflação de 2%). Apesar de não esperarmos uma grande aceleração da inflação, lembramos que a lenta expansão do produto potencial pode evitar desacelerações mais acentuadas dos preços, como é amplamente esperado pelo mercado. E, se isso acontecer, é bastante provável que ocorra uma pausa nos estímulos monetários globais, algo que poderia ter efeitos altamente negativos aos ativos de risco.

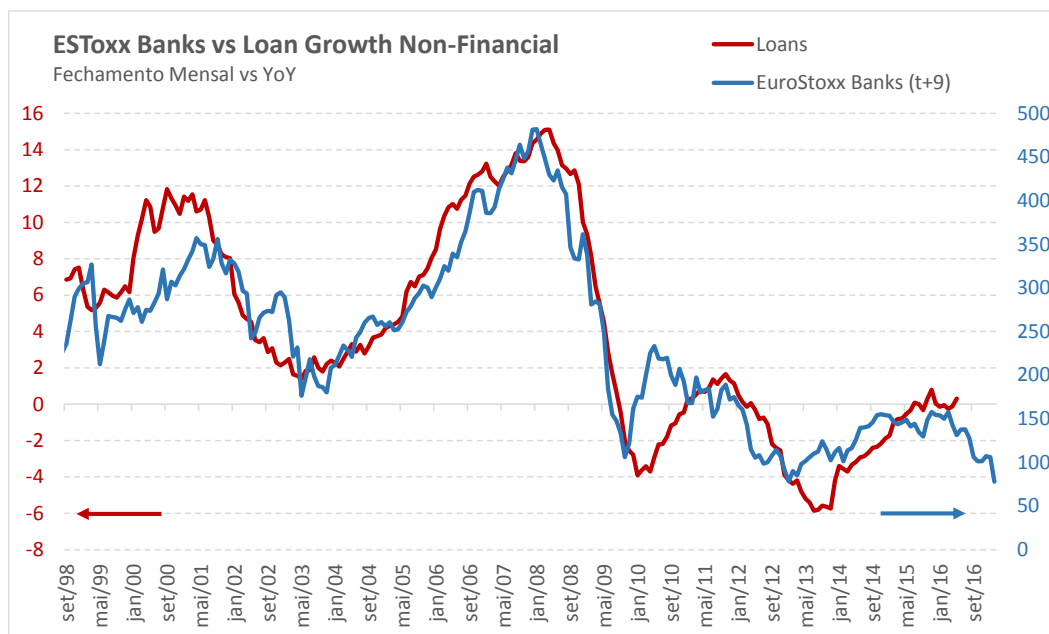


Gráfico 1 - Fonte: Bloomberg

## Cenário de Investimentos

### 2º Trimestre de 2016

No 2º trimestre de 2016 tivemos uma utilização média de risco de 30,6% do limite total, o equivalente a 9,2% de stress. Geramos um alfa líquido de 3,58%, sendo 1,92% em estratégias Direcionais, 2,10% em estratégias de Valor Relativo e 0,44% em hedges e custos.

Como destaques tivemos as seguintes contribuições:

**BRL (+1,40%):** Mantivemos posições vendidas em dólar ao longo do trimestre. Casamos essas posições vendidas em USDBRL com venda de volatilidade curta.

**Long Short Brasil (+1,14%):** As principais contribuições vieram dos pares entre classes de ações de Petrobrás e Vale assim como dos pares Cetip vs BVMF e Estácio vs Kroton.

**Corporate Bonds (+1,10%):** A carteira de eurobonds performou bem no trimestre com todas as posições contribuindo de forma positiva com destaque para os bonds de Petrobrás e Banco do Brasil.

**Pré Inclinação (+0,84%):** A contribuição positiva veio principalmente da posição de *flattener* da parte curta da curva de juros Brasil.

**Ações Globais (+0,42%):** As maiores contribuições vieram de ações do setor de consumo como Mondelez, QSR e Kraft Heinz, além da posição em Wells Fargo. Contribuíram de forma negativa ações de Nestlé e parte de hedge no SPX.

**Pré Direcional (-0,59%):** O retorno negativo veio de posições tomadas em juros como parte de um hedge dinâmico das posições estruturais aplicadas em juros reais via NTNBS.

### Cenário Prospectivo

Houve pouca mudança na nossa visão cautelosa em relação aos ativos de risco, como já mencionamos nas últimas cartas. Os vetores externos permanecem majoritariamente negativos. Entre os países do G-10, os estímulos monetários persistem e atingem níveis jamais imaginados, com benefícios marginais sobre a economia real bastante questionáveis. A exaustão do modelo gera

distorções importantes em preços de diversos ativos. Bonds soberanos negociam com juros reais próximos a zero ou até negativos e provocam incentivos questionáveis no longo prazo, como o crescimento da alavancagem das empresas. Nos EUA, esse aumento de endividamento com a emissão de dívida para recompra de ações, em detrimento ao capex, gera preocupações sobre a capacidade de crescimento de lucros no futuro.

O evento Brexit mostrou evidências do aumento do sentimento anti-Bruxelas/*anti-establishment* e abriu um precedente perigoso para que outros países da UE, que sofreram muito mais as consequências dos ajustes do pós-crise do que a Inglaterra, façam o mesmo. Será importante monitorar o calendário político bastante carregado nos próximos anos. A consequência imediata é um *downgrade* das expectativas de crescimento da Inglaterra e da Europa e um aumento da divergência de crescimento a favor dos EUA.

Outro importante risco a se monitorar é o do contágio financeiro. Por ora esse risco nos parece reduzido, apesar da situação delicada dos bancos italianos, que sofrem pelo excesso de *non performing loans* em seus balanços. Esse pode ser o primeiro grande teste para a UE pós Brexit, na medida em que a solução para essa situação depende de um compromisso/acordo político que permita alguma flexibilização das regras atuais de socorro aos bancos. Ao pé da letra, essas regras impõe um limite às capitalizações públicas e a obrigatoriedade de *bail-in* mínimo por parte de investidores privados. Dado o tamanho potencial dos NPLs, algum problema pode facilmente ser um gatilho para um contágio financeiro maior e desordenado, exatamente o que deveria ser evitado a qualquer custo nesse momento político tão frágil para o bloco.

A China ainda é uma fonte grande de incertezas. Após a melhora cíclica observada no 1º tri, fruto de um aumento brutal e insustentável de estímulos pelo governo, os dados na margem já começam a mostrar arrefecimento. Além disso, problemas estruturais de excesso de alavancagem e necessidade de mudança do modelo de crescimento, seguem sendo um grande desafio, principalmente levando em conta a frequente oscilação do governo chinês, que ora foca em tocar a agenda de reformas estruturais, ora foca em estímulos cíclicos. Com um novo fortalecimento do USD, em função do aumento da aversão ao risco, o CNY voltou a sofrer uma depreciação nominal. É importante salientar que a despeito do discurso do PboC de que o CNY seguiria uma cesta de moedas (CFETS), o mesmo tem se depreciado versus a mesma. Os *fixings* mais altos do USDCNY aumentam os riscos de retomada de saídas mais fortes de capital pela mentalidade “*momentum driven*” dos investidores locais.

Sobre EUA, vale comentar em mais detalhe o *payroll* de maio que veio muito fraco e bem aquém do consenso do mercado. Dois pontos precisam ser considerados no atual estágio do ciclo econômico, com desemprego a 4,70% e inflação corrente perto do objetivo do FED. O primeiro é a desaceleração esperada do *payroll*, da média de 200 mil dos últimos 12 meses, para algo mais próximo do nível que manteria o desemprego estável, supondo uma taxa de participação constante, algo entre 70mil a 90mil. O segundo ponto é que nesse momento do ciclo, nos parece mais importante olhar a oferta de empregos (“*jobs openings*”), que até o momento seguem firmes, do que a contratação em si. É possível que desacelerações das contratações na margem sejam reflexo da escassez de mão de obra. Nesse caso, os efeitos são bastante distintos para a função reação do Fed e para o USD, do que na hipótese de que o *payroll* mais fraco foi reflexo de uma nova desaceleração cíclica e desinflacionaria da economia americana. Analisando o agregado dos dados da economia, temos uma inclinação a acreditar mais na primeira explicação. De qualquer forma, os próximos meses serão muito importantes para se esclarecer esse ponto. Importantes termômetros serão a continuidade de *job openings* fortes e uma possível aceleração do salário/hora.

Com esse pano de fundo global, seguimos com posições zeradas ou liquidamente vendidas em Bolsa, principalmente EUA, e comprados em USD, com destaque para as posições vendidas em Euro e CNH.

Continuamos com a posição comprada em inflação longa americana, por acreditar que no nível de 1,50% no 5Y5Y (dado pelas Tips) a assimetria é muito favorável. É possível que as medidas de núcleo já rodando perto do objetivo de longo prazo do FED, de 2%, sejam reflexo da queda do PIB potencial, fruto de ganhos decrescentes de produtividade e da escassez de investimento produtivo nos últimos anos. Como comentamos na carta do trimestre anterior, também gostamos do efeito de proteção sobre o restante do portfólio, caso haja alguma reprecificação das expectativas longas de inflação.

Uma tese que não se mostrou correta até o momento é nossa visão otimista com relação ao MXN. A *underperformance* da moeda esse ano chama atenção, principalmente levando-se em consideração a melhora nos ativos risco e nos preços do petróleo. Seria o MXN um caso clássico de “*Value Trap*”, dado que sob qualquer métrica de *valuation* (PPP, REER e modelos de curto prazo) ele se encontra bastante depreciado? Além das explicações mais comuns de ser um hedge líquido para qualquer investimento em EM, ou do risco Trump, a análise mais detalhada do Balanço de Pagamentos também explica parte desse comportamento. Houve de fato uma piora da conta corrente, que passou de um déficit de 2% do PIB ano passado para 3% do PIB nesse início de 2016. A principal razão foi a inversão do superávit no setor de petróleo, que passou de um saldo de positivo em torno de 1% PIB nos últimos anos para um déficit em torno de -1% PIB. Além da queda do preço do petróleo, as constantes frustrações com a produção da PEMEX também explicam essa virada. O saldo comercial do setor *non-oil* melhorou, ajudado pela depreciação real significativa do Peso, mas não o suficiente para compensar a piora do setor de petróleo. Outra rubrica do Balanço de Pagamentos que tem feito bastante diferença é

a piora do investimento em portfólio. Na parte de renda fixa, passaram de entradas da ordem de USD 15bi por ano em investimentos em Bonds domésticos, de 2011 a 2014, para saídas líquidas. De fato, a grande participação de estrangeiros na dívida interna, ao redor de 34% do total, ou USD 100bi, talvez seja o ponto mais frágil para a moeda. Além disso, houve a piora do quadro fiscal em função da deterioração operacional da PEMEX, que ainda representa por volta de 20% das receitas do governo. O governo tem atuado tanto no lado macro, na redução de gastos para compensar a frustração com as receitas, como na gestão micro da empresa, fomentando concessões e “farmouts”. Reduzimos à metade a posição comprada no MXN na estratégia de moedas.

No Brasil, com a entrada da nova equipe econômica, esperávamos um “mix” diferente e mais racional entre política cambial e monetária do que a praticada pela equipe anterior, o que de fato parece estar acontecendo. Sempre fomos críticos da estratégia extremamente agressiva e prematura de retirada dos swaps cambiais quando ainda se buscava apertar as condições monetárias para se desinflacionar a economia. Além da incoerência de apertar as condições monetárias com altas da taxa de juros, e afrouxa-las mantendo o câmbio num nível mais depreciado do que o natural, o custo de se fazer isso não se justificava na nossa opinião, dada a situação fiscal do país e do nível confortável de reservas líquidas. Pela expectativa de intervenções cambiais mais parcimoniosas, pelo ajuste relevante das contas externas e pela expectativa de ingresso de fluxos estrangeiros, mantivemos posições compradas em BRL na estratégia de moedas ao longo do trimestre. Depois da apreciação de quase 30% em REER do BRL desde o início do ano, manteremos uma postura mais oportunista, mas não descartamos uma apreciação ainda maior caso o Senado confirme o impeachment da presidente Dilma, e caso a PEC limitando o crescimento dos gastos à inflação seja aprovada. Não devemos subestimar o potencial de fluxo para o Brasil num mundo com *yields* soberanos tão baixos ou negativos.

Nos juros Brasil, diminuimos os *flatteners* na parte curta da curva, por nível de preço, e por uma postura potencialmente mais dura do novo BC para se atingir a meta de 4,50% em 2017, o que pode postergar mais do que o esperado o início dos cortes de juros, e aumentamos as posições de NTNBS na parte intermediária da curva. A combinação de juro real perto de 6,30% com inflação implícita ao redor de 5,50%, tornam as NTNBS extremamente atrativas do nosso ponto de vista. Inclusive, analisando exclusivamente o componente de inflação implícita, acreditamos que esse seja um hedge bastante assimétrico para uma eventual piora de cenário Brasil no médio prazo, cujos desafios macro são enormes, principalmente levando-se em conta que em 2018 teremos eleições para presidente.

Do ponto de vista de oportunidades de investimento, julgamos importantes os seguintes temas:

- (i) **BRL:** Estamos com uma posição pequena comprada em BRL baseada no racional mencionado acima.
- (ii) **Outras Moedas:** Mantemos posições vendidas no CNH e no SAR (como hedge assimétrico para um eventual de-peg) e iniciamos uma pequena posição vendida em EUR em função da visão de Europa descrito anteriormente. Seguimos com posições menores em alguns crosses que parecem bastante esticados em níveis de preço. Como destaques temos em G10 a posição vendida em CADNOK e em EM a posição comprada em MXN versus vendida em CLP, TRY e KRW.
- (iii) **Juro Real:** Temos incrementado as posições compradas em NTNBS na parte intermediária da curva, em função dos argumentos descritos acima.
- (iv) **Corporate Bonds:** Reduzimos as posições em *eurobonds* ao longo do trimestre tendo chegado a 12% do patrimônio e terminando perto de 8%. As principais posições continuam sendo os bonds de Petrobrás, em diversos vencimentos e moedas com os respectivos hedges.
- (v) **Ações Brasil:** Continuamos a buscar oportunidades específicas e assimétricas de ativos em bolsa, apesar do cenário macro e político incerto. Algumas posições de ativos com preços muito descontados foram montadas durante o trimestre, sendo que algumas se tornaram alvo de aquisição por fundos de *Private Equity*, como o caso da BR Properties ou de concorrentes como o caso da Estácio. Acreditamos que o cenário continuará propício para aquisições, fusões ou até mesmo emissões de ações no segundo semestre, dada a potencial percepção de melhora do risco país pós concretização do processo de impeachment; dado o excesso de capital no mundo e o baixo custo de capital; e o baixo preço de ativos listados em bolsa, em função de anos de destruição de valor resultado de políticas públicas fracassadas que causaram a recessão que vivemos no momento.

**VINTAGE MACRO MASTER FIM**
**ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE**
**Desempenho 2º Tri 2016**

	FUNDO
Estratégias Direcionais	192
Estratégias de Valor Relativo	210
Hedge	7
Custos	-43
Caixa	-8
<b>Total</b>	<b>358</b>

**Alocação Média 2ºTri 2016**

Estratégias Direcionais	90.1%
Estratégias de Valor Relativo	8.4%
Hedge	-0.1%
Custos	-0.1%
Caixa	1.7%
<b>Fundo</b>	<b>100.0%</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	-4
Ações Global	42
BRL	140
Outras Moedas	-27
Inflação	-14
Pré Direcional	-59
Juro Real	20
Corporate	110
Juro Global	-21
Volatilidade	6
<b>Total</b>	<b>192</b>

**Estratégias Direcionais**

Ações Brasil	1.4%
Ações Global	2.5%
BRL	4.3%
Outras Moedas	51.4%
Inflação	0.0%
Pré Direcional	8.1%
Juro Real	17.6%
Corporate	4.2%
Juro Global	0.0%
Volatilidade	0.5%
<b>Total</b>	<b>90.1%</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	84
RV Cupom Cambial	-2
Intermercado	3
Long Short Brasil	114
Long Short Global	11
<b>Total</b>	<b>210</b>

**Estratégias de Valor Relativo**

Pré Inclinação	4.7%
RV Cupom Cambial	0.3%
Intermercado	0.9%
Long Short Brasil	3.1%
Long Short Global	-0.6%
<b>Total</b>	<b>8.4%</b>

**Desempenho**

Alfa	358
CDI	336
Gestão	693
% do CDI	206.5%

**Stress por região**

Brasil	44.2%
Global	55.8%
<b>Stress Total</b>	<b>9.2%</b>

Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.179  
4º andar, cj.42 | Jd.Paulistano  
São Paulo, S.P. | cep: 01452-000  
Tel. +55 11 3185 2000

Av. Ataulfo de Paiva, 341  
4º andar, cj.402/403 | Leblon  
Rio de Janeiro, RJ | cep: 22440-032  
Tel. +55 21 3590 2200

[www.vintageinvest.com.br](http://www.vintageinvest.com.br)  
[vintage@vintageinvest.com.br](mailto:vintage@vintageinvest.com.br)