

No dia 20 de abril de 2010, a cimentação do poço Macondo, ligado a plataforma Deepwater Horizon, foi concluída. O próximo passo seria a retirada da lama pesada que mantém o gás e o petróleo sob pressão dentro do poço, substituindo-a por água do mar. Uma vez concluído esse processo, o poço é selado e a plataforma de perfuração segue para seu próximo trabalho. Macondo, apelidado pela equipe de “Well from Hell”, já tinha apresentado vários desafios. Antes da retirada completa da lama, dois testes foram conduzidos para avaliar se a pressão se estabilizava e se ocorriam vazamentos de gás e óleo. Tais testes apresentaram sinais divergentes. Enquanto o primeiro indicou uma pressão anormal, o segundo apontou resultados dentro da normalidade. Uma das hipóteses aventadas seria uma falha dos sensores no ponto da primeira medição. Foi decidida a partir dali pela retirada da lama. Durante o procedimento, sobreveio uma explosão e o resto é a história do pior desastre petrolífero do Golfo do México.*

Em muitas outras situações nos deparamos com leituras divergentes dos nossos instrumentos de aferição. Assim como na Deepwater Horizon, o único caminho para uma decisão nesses casos é entender as limitações de cada instrumento, exatamente o que está sendo medido e fazer o balanceamento de riscos de cada decisão possível. Se até mesmo na indústria de petróleo certos passos são mais arte que técnica, imagine quando adentramos o campo das ciências econômicas.

Há mais de um instrumento para medir a atratividade da bolsa brasileira. E nesse momento alguns deles apontam para uma indicação de compra e outros para a venda. Assim como é incomum termos uma convergência completa de indicadores, também não é comum ter uma divergência tão flagrante. O usual é termos alguns indicadores apontando para uma direção (seja compra ou venda) e outros indicando neutralidade.

Existem dois grandes métodos para avaliar os preços do mercado acionário. A análise *top-down* parte de uma visão geral do sistema, iniciando da instância mais alta. Analisa-se vetores macro tais como crescimento do PIB, direção da taxa de desconto e das condições de crédito. O maior crescimento da economia historicamente impulsiona o lucro das empresas independentemente das suas narrativas específicas. Quanto mais cíclica e alavancada, mais beneficiada a companhia pode ser pelas condições favoráveis do ambiente independentemente dos seus méritos individuais e vice-versa. O outro processo conhecido como *bottom-up*, como o próprio nome diz, começa de baixo. Ele busca entender a dinâmica das empresas e da sua gestão. O resultado geral do mercado é o somatório do desempenho individual de todos os componentes do sistema.

Caso tivéssemos acesso a toda a informação disponível, em tese deveria ser indiferente a escolha da abordagem porque ambas deveriam convergir para a mesma direção. Não é possível que o todo caminhe bem se as partes vão mal, e tampouco é possível que as partes prosperem sem que o sistema mais amplo também prospere. Porém, na prática muitas vezes existe um descasamento entre o todo e as partes. Isso ocorre por vários motivos, começando pela falácia de que existe acesso a toda a informação disponível e de que ela esteja sempre correta. Temos sempre pedaços da informação, às vezes com defasagens temporais importantes, e por conta disso a abordagem escolhida pode ser mais adequada para um certo horizonte temporal ou para certas situações. Além disso, a bolsa não é uma representação fidedigna da economia de todo um país. Na maioria das vezes certos setores econômicos estão super-representados ou mesmo certos perfis de companhias, como as mais sólidas e organizadas, podem predominar.

*<http://www.nytimes.com/2010/12/26/us/26spill.html?pagewanted=all>

A riqueza produzida num certo país é dividida entre capital e trabalho, logo, se não houver alteração na alocação percentual do quinhão de cada uma dessas partes é de se esperar que haja uma relação entre a produção de riqueza total aferida pelo PIB e o crescimento da riqueza medida pelo mercado acionário. Dado que uma parte da remuneração do capital está expressa na forma de juros, que no longo prazo são mais baixos que os dividendos em função do risco incorrido, a riqueza acionária deveria crescer a taxas acima do PIB. Isso não é sempre verdade. Veja abaixo o gráfico do crescimento do PIB da China medido em dólares americanos e o retorno do mercado acionário. Algumas explicações plausíveis são de que o índice chinês tem uma maior representatividade de empresas de baixo crescimento, notadamente as SOEs (*state-owned companies*) e bancos, que a economia como um todo. O motor do crescimento daquele país são as empresas privadas que, na sua maior parte, não estão no índice na mesma proporção.

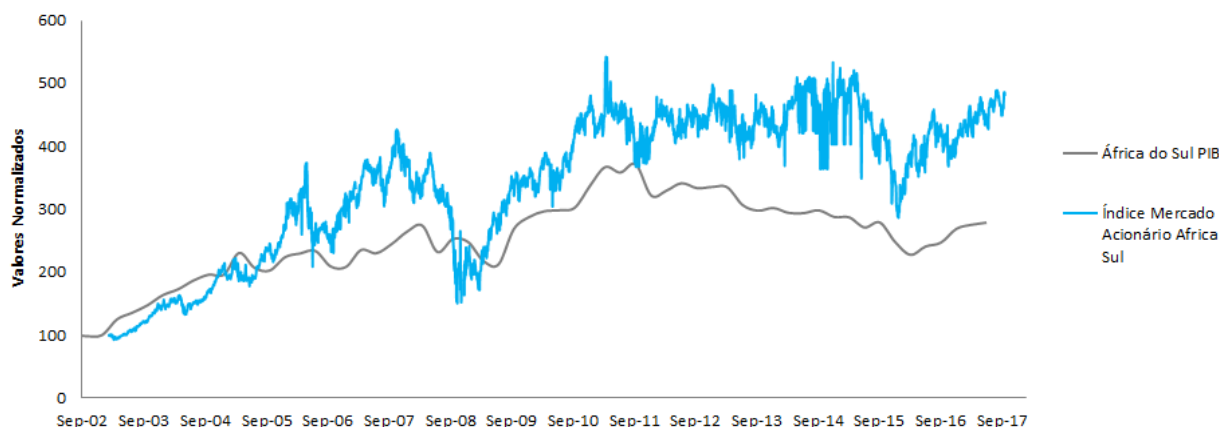
China- Mercado Acionário x PIB



Fonte: Bloomberg

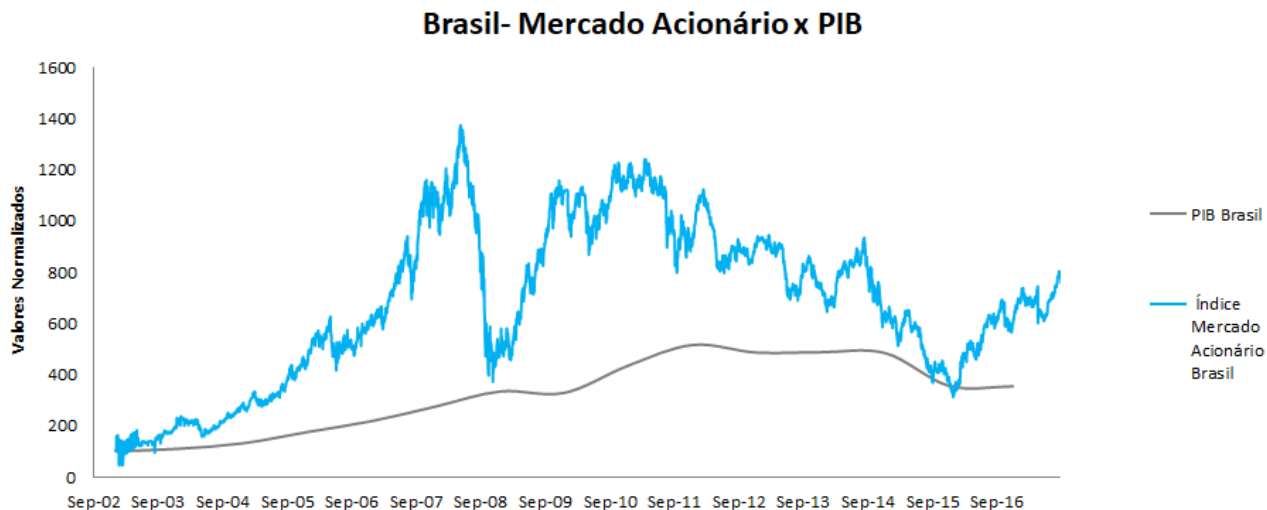
O reverso é verdadeiro na África do Sul. Apesar de um baixo crescimento econômico, o índice de ações foi beneficiado primeiramente pelo *boom* de *commodities* que estavam super-representadas no índice. E depois pela performance exuberante das ações da Tencent, empresa chinesa parcialmente detida pela sul-africana Naspers, que respondeu por metade da alta do índice local nos últimos 12 meses.

África do Sul - Mercado Acionário x PIB



Fonte: Bloomberg

No Brasil a história não é muito distinta. Durante boa parte da década passada, o boom de commodities teve um impacto na bolsa maior do que na economia como um todo:



Fonte: Bloomberg

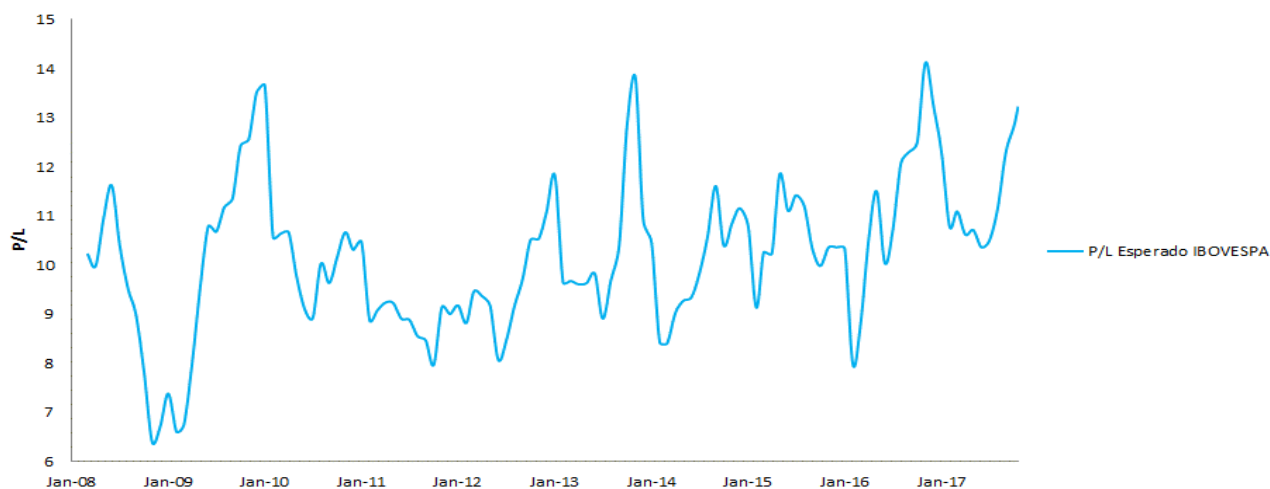
O cenário previsto pelos indicadores *top-down* está nesse momento bastante divulgado na imprensa e se tornou quase um consenso. De fato, parece robusto. Depois da pior recessão da história brasileira, a economia já passou pelo seu vale. Ainda que seja modesto, o crescimento econômico seguirá firme pelos próximos trimestres. Ele será alimentado pelos juros reais e nominais mais baixos do período recente, já que os investimentos na margem deverão subir e as condições de crédito também estão melhorando. As pessoas físicas não estão muito endividadas, uma vez que o crédito para os indivíduos começou a ser restringido com bastante antecedência. O emprego é uma variável retardatária, mas mesmo este deve ir paulatinamente melhorando, o que irá sustentar a renda. As empresas fizeram um regime compulsório para poder se adequar a crise e por conta disso hoje estão mais “fit”. Mesmo que o P/L da bolsa esteja em níveis relativamente elevados, tal fato apenas se verifica porque o denominador usa uma referência de lucro ainda maculada pela crise recente. Os lucros devem surpreender positivamente nos próximos trimestres por conta dos fatores já descritos anteriormente e porque a capacidade ociosa permite crescer sem pressão de custos. Apesar de se encontrar nas máximas nominais em reais, a bolsa ainda precisaria subir 50% para alcançar seu pico em dólares.

É certo que o processo acima descrito cria um ciclo virtuoso: ativos mais valiosos criam incentivos para maior investimento de tal forma a produzir mais desses ativos valiosos. Esse investimento, em um primeiro momento, gera demanda, o que movimenta a economia e ratifica o valor desses mesmos ativos produtivos. Tempos depois aquele investimento propicia maior oferta de bens e serviços. Combinado com acesso mais amplo ao crédito e conseqüente redução da inadimplência, tais fatores tornam a concessão de crédito mais rentável e fomentam novamente sua expansão. Não está claro quão longo seria esse ciclo, mas tendo o juro chegado a um patamar muito próximo das mínimas em termos reais, a próxima bola da vez, até por exclusão, deveria ser a bolsa.

E nem o risco político parece ser um problema nesse momento. Mesmos cientes de que a eleição de 2018 será uma das eleições mais abertas desde os anos 90, a pauta da discussão mudou sensivelmente. Privatização deixou de ser um tema proibido, a esquerda parece ter se colocado em um buraco difícil de escapar e temas como desregulamentação e eficiência do Estado estão presentes em todos os debates. As oscilações políticas parecem ser mais ruído que sinal. A grande questão é o quanto desse cenário já está no preço considerando-se a alta de 130% da bolsa em dólares desde o início de 2016.

Nesse aspecto, encontrar o P/L da bolsa brasileira na banda superior em relação ao seu patamar histórico pode não ser tão desencorajador, já que o contexto atual permite imaginar que os lucros devem surpreender positivamente. A bolsa está negociando a 13x a estimativa para 2018. É acima da faixa histórica de 10-12x, mas isso poderia ser facilmente justificado por juros reais mais baixos e por lucros mais altos que a expectativa. A barra não parece alta.

P/L - IBOVESPA (2018e)



Fonte: Bloomberg

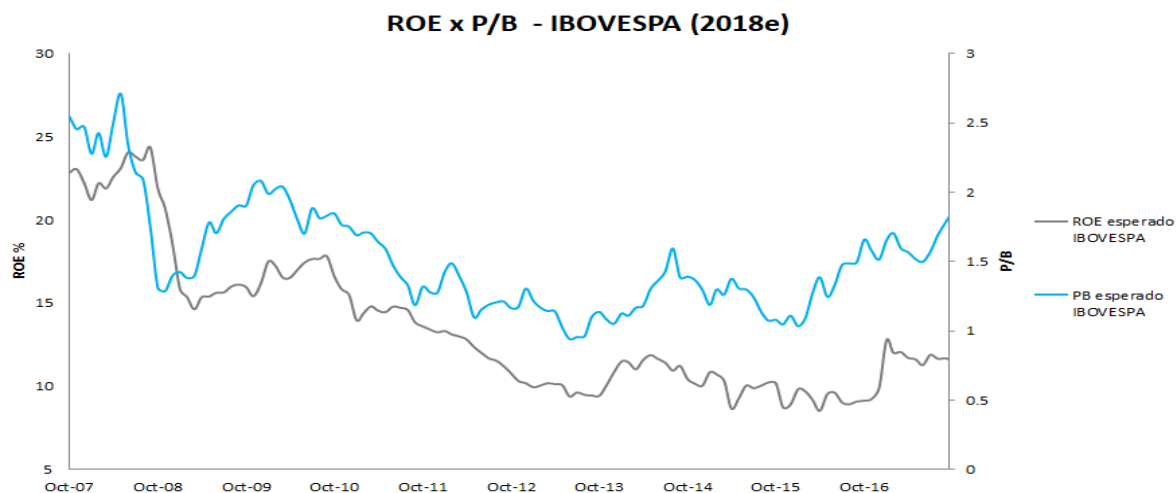
Outro argumento invocado para a inexorável alta da bolsa é a grande quantidade de recursos institucionais e privados atualmente estacionados na renda fixa que terão que migrar para alternativas de maior risco, de tal forma a manter os rendimentos. A consideração é lógica, mas a conclusão de que a resultante desse vetor é favorável ao mercado acionário carece da análise simultânea de outros fatores. O primeiro deles é o comportamento da oferta. Como em situações passadas, a alta recente dos ativos foi recepcionada por uma quantidade pujante de novos IPOs e *follow-ons*. No preço adequado não vai faltar oferta. No ciclo de 2007/8 até mesmo empresas estrangeiras passaram a listar seus negócios locais no Brasil. Além disso, como demonstra a experiência japonesa e europeia, mesmo quando defrontado com taxas nominais negativas, uma parcela substancial dos recursos investidos em renda fixa lá permanece. Isso tem várias explicações como o perfil do passivo dos fundos de pensão ou preferência de risco dos indivíduos.

Há mais uma consequência fundamental que advém do *top-down* vigoroso do Brasil atual: a forte compressão do *cost of equity* das companhias. Como sabemos, o valor de uma empresa corresponde ao valor presente de seus fluxos de caixa futuros descontados à uma taxa de desconto – que deveria corresponder a uma taxa real de juros básica mais um prêmio de risco por investir em ações. Em janeiro/2016, ou seja, há aproximadamente

dois anos, a NTN-B de vencimento 2040 precificava um juro real de 7.5%. Atualmente o mesmo título está em 5%. Portanto, houve uma queda de 2.5 pontos percentuais nesse indicador. Assumindo que a *duration* do investimento em ações seria o mesmo que um título longo, como por exemplo 14 anos, somente a melhora do nível de juros reais explicaria aproximadamente uma apreciação de 35% da bolsa. No período, o Ibovespa subiu 100%. Ainda, por essa ótica, o mercado pode ter precificado toda a redução dos juros no período e absorvido significativa expectativa de evolução nos resultados futuros das companhias.

A análise *bottom-up* conta uma realidade não tão clara nesse momento. O pior já passou e as empresas devem de uma forma geral melhorar sua performance a partir daqui. Esse é um ponto comum a ambas as análises. Talvez encerrem aí as similaridades.

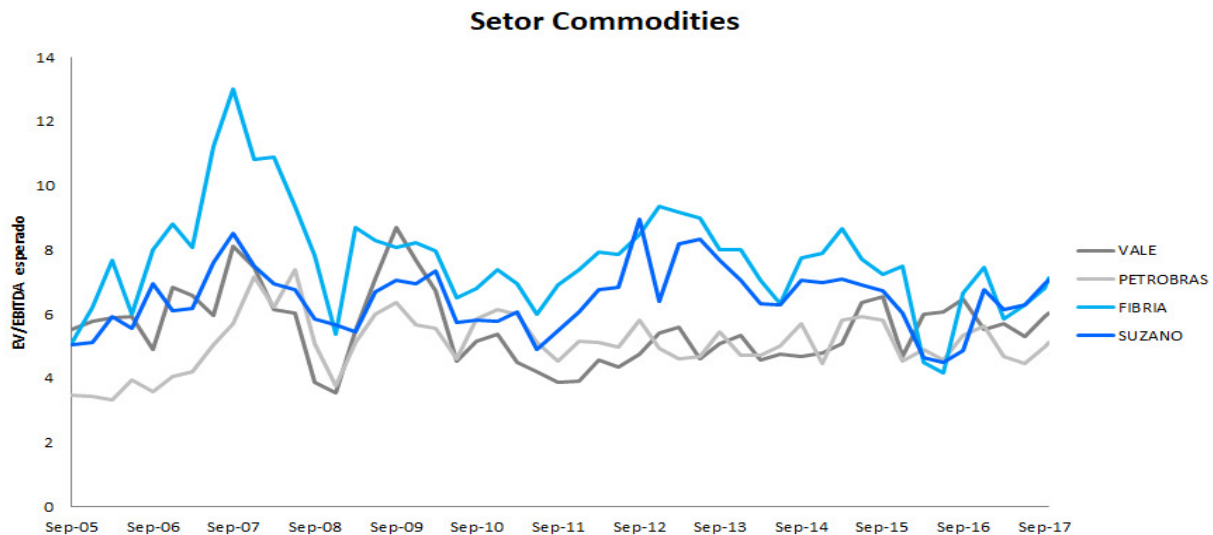
Uma outra forma de entender se a bolsa está barata ou não é analisar o valor das empresas versus o seu valor de livros em conjunção com o companheiro dessa métrica, o retorno sobre o capital. Quanto maior o retorno sobre o seu patrimônio uma empresa consegue produzir, maior deveria ser o seu valor em relação ao seu patrimônio. Nessa métrica vemos que houve um descolamento relevante recentemente entre o retorno das empresas e o seu P/B, apesar de já estar na conta uma elevação substancial no ROE das empresas (cerca de 4 pontos percentuais). Isso projeta um ROE semelhante ao nível de 2013-2014, pré-recessão. Será muito difícil retornar ao patamar de 2007-2011, pois tais números estavam influenciados pelo boom de commodities, quando essas companhias eram parte relevante do índice e produziam retornos exorbitantes sobre o capital empregado. Porém, o nível atual de P/B é superior ao pico de 2014 e só é inferior aos patamares de 2007 e 2010-11, que não devem ser atingidos ao menos no médio prazo.



Fonte: Bloomberg

Não parece razoável fazer uma análise *bottom-up* adequada pensando no índice. É necessário ao menos entrar na discussão setorial. Quando segregamos os setores da bolsa, não vemos mais uma história única, mas sim diferentes histórias. O segmento de commodities, incluindo óleo e gás, mineração, siderurgia e papel & celulose perfaz 24% do Ibovespa, tendo chegado a mais de 40% no boom de commodities. Esse setor não parece caro numa perspectiva histórica. Mas é provável que a sua dinâmica de valor nada tenha que ver com o componente macro do Brasil. Talvez com a dinâmica regulatória, uma vez que Petrobras e, numa menor escala Vale, foram substancialmente afetadas por políticas públicas ao longo dos últimos anos. Mas desde o *rally* recente, aparentemente o desconto regulatório já não mais existe. Nesse grupo parece mais importante

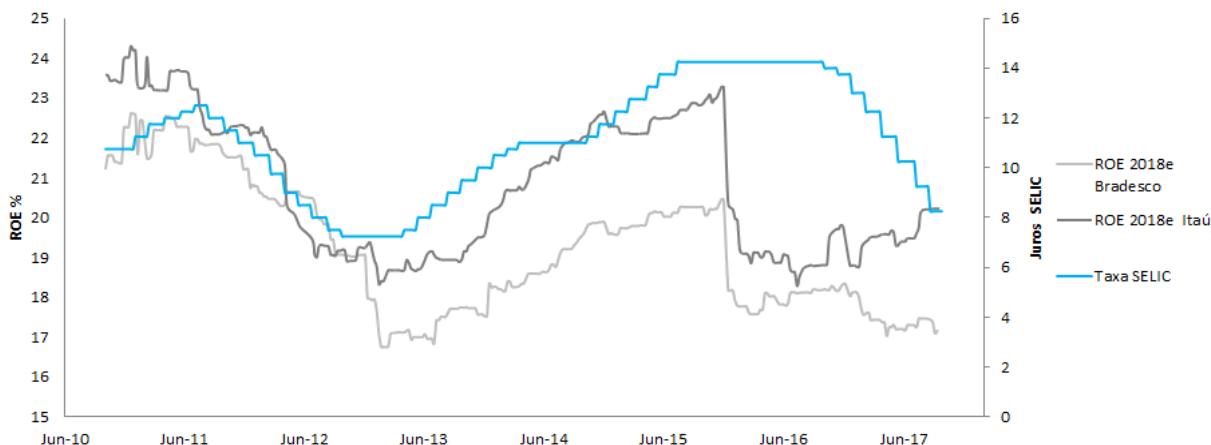
o que vai acontecer com o crescimento da China e das economias desenvolvidas do que a dinâmica brasileira. Se a China e os EUA mantiverem a atual trajetória é de se esperar que exista equilíbrio no preço do petróleo, do aço e da celulose, que são os grandes determinantes das perspectivas dessas empresas. Esse segmento fatalmente não vai se beneficiar do alvissareiro *top-down* do Brasil. Talvez até o reverso seja verdadeiro por conta do efeito no câmbio e nos seus custos de produção. Conforme o gráfico abaixo demonstra, tais companhias parecem até relativamente baratas, mas é preciso ter em mente que há uma incerteza quanto à dinâmica da economia chinesa por trás.



Fonte: Bloomberg

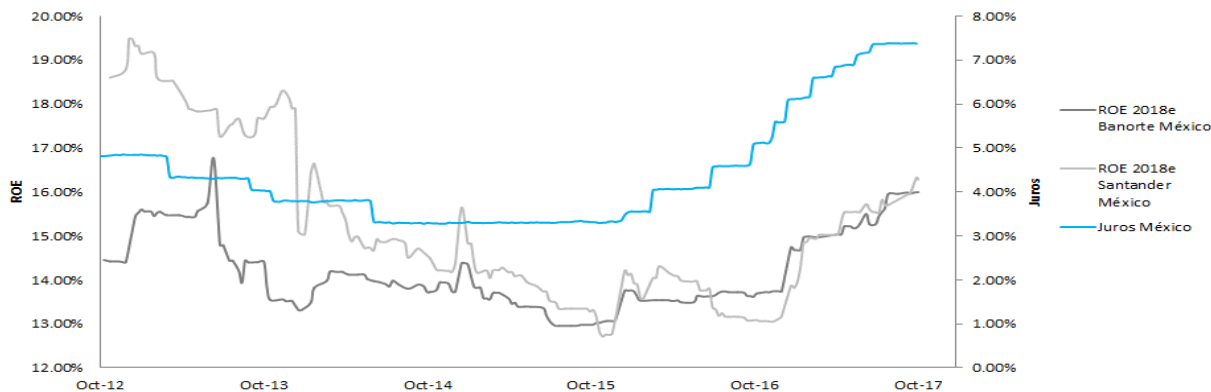
Um outro grande segmento do Ibovespa é o financeiro. Tais empresas compõem 36% do índice. Com o pior da crise deixado para trás, pode-se dizer que o sistema financeiro brasileiro se mostrou robusto, muito distante do que aconteceu em crises pretéritas em outros emergentes. A forma usual de precificar um banco consiste em comparar seu ROE com seu patrimônio líquido (já exemplificado anteriormente nesta Carta), ou seja, quanto maior sua geração de retorno sobre capital próprio, maior o P/B. Entretanto, os bancos brasileiros são *asset-sensitive*, característica que corresponde ao fato de possuírem muitos ativos sensíveis a juros em seus balanços. Se juro básico cai, seus retornos sofrem em simpatia. Logo, juros mais baixos (como parece ser a realidade brasileira daqui por diante) deveriam levar a ROEs menores e, por conseguinte, múltiplos menores. Não parece razoável, portanto, estimar grandes valorizações das ações do segmento financeiro na bolsa. Cabe aqui uma ressalva: poderia haver sim uma apreciação importante de valor dos bancos se a carteira de crédito crescesse – nesse contexto, haveria expansão de lucros. Foi o que ocorreu nos idos de 2011-2012, com a queda “forçada” de juros promovida pela então presidente Dilma. Naquele momento, a carteira dos bancos crescia 15% ao ano; hoje, todos os guidances das instituições financeiras sinalizam crescimento real próximo de zero.

ROE x SELIC - Bancos Brasil

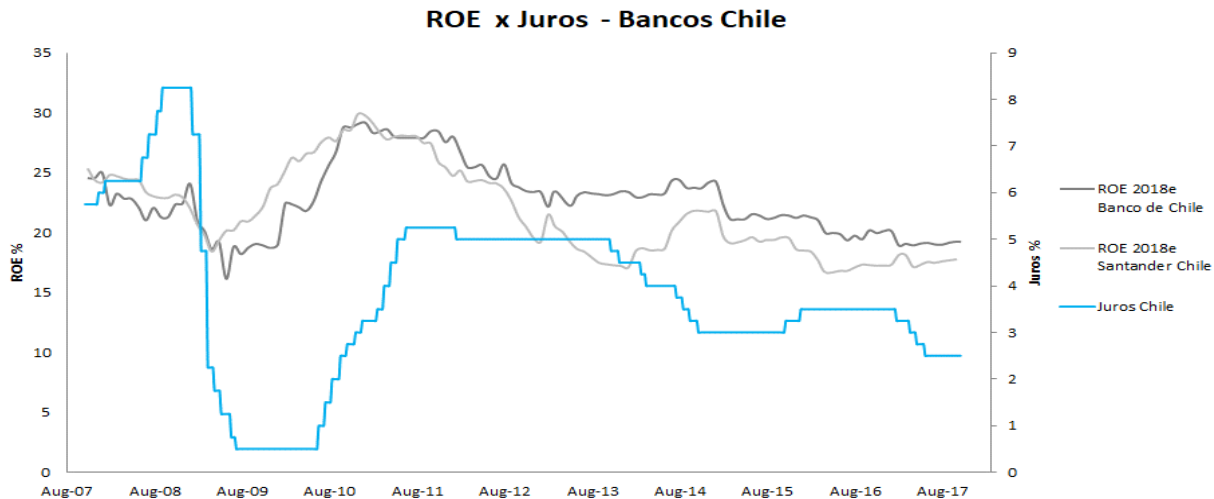


A observação histórica dos vizinhos México e Chile corrobora com o exposto acima. Naqueles países é possível observar janelas de queda relevante de juros pós 2010 em que os múltiplos dos bancos locais, também *asset-sensitive*, exibiram um *valuation* mais depreciado na sequência. Conforme os gráficos abaixo:

ROE x Juros - Bancos México



E efeitos similares no Chile:



Fonte: Bloomberg

Vejamos o segmento de *utilities*, que perfazem 8% do índice. Tais companhias possuem uma dinâmica parecida em relação a possibilidade de surpresas ainda que inversa na sensibilidade aos juros, no sentido de que juros mais baixos inequivocamente aumenta o seu valor de mercado. Essas empresas hoje negociam a taxas de desconto implícitas de 6-7% que se comparam com um perfil histórico de 13-14%. Nesse grupo não parece adequado fazer apostas de surpresas de lucros. Sua rentabilidade de longo prazo é regulada. Conseguem ganhar se compram projetos mal precificados em relação a suas premissas na largada, quando o nível de incertezas é mais alto. Mas uma vez em regime, seu preço vai mudar à medida em que muda o preço do juro real ou que oscila o desconto da incerteza regulatória.

Por fim, temos um quarto segmento que é aquele mais conectado com o panorama *top-down* descrito anteriormente. Ele engloba todas as empresas de varejo, consumo, transporte, autopeças, bens industriais, saúde, educação, incorporação. Essas companhias são diretamente afetadas pelo estado da atividade econômica e apresentam uma elevada sensibilidade ao PIB doméstico. O problema é que tais empresas equivalem a apenas 32% do índice, sendo que 7% (ou 22% desse total) corresponde a uma única companhia – a Ambev – que, a despeito de bem-sucedida, é mais madura e menos elástica aos ciclos econômicos. Há mais casos curiosos nesse grupo: a Renner hoje negocia a 28.5x seu lucro projetado para ano que vem. Para que esse múltiplo convirja para sua mediana histórica (19x), o lucro deveria subir 50% em dois anos. Em exercício similar, a BrMalls vale atualmente 21x lucros enquanto seu histórico equivale a 16.5x – embutindo 30% de crescimento de lucros no mesmo período. Se não impossíveis, são premissas fortes de progresso nos resultados.

Dado o exposto acima, a aposta *top-down*, que faz bastante sentido teórico, significa uma aposta em menos de 1/3 do índice. Pode ser que a economia de fato prospere nos próximos anos enquanto a bolsa brasileira não – por já embutir expectativas de melhora bem altas. Aliás, cabe mencionar que há setores que vem impulsionando a recuperação econômica, como o agrícola, que tem baixíssima representatividade da bolsa.

Uma primeira conclusão resultante desse exercício é que uma aposta no Ibovespa está tão vinculada com a performance dos preços das commodities quanto com o desenrolar do cenário *top-down*. Nesse contexto, preços de commodities elevados ajudariam a manter o Real mais apreciado e, por conseguinte a inflação mais comportada, sustentando a renda e o consumo. Além do fato citado que essas empresas estão precificadas de

maneira mais modesta em função das expectativas. Logo, um cenário mais benigno para o Ibovespa é aquele em que commodities desempenham favoravelmente.

Outra inferência dessa análise é que a tese de juros baixos e ancorados por prazo mais longo não seria consistente com a atual inclinação da curva futura de juros. Os fatores que levaram os juros às mínimas nominais parecem ser mais duradouros do que projeta o mercado. O hiato do produto e o desemprego são elevados, logo é possível crescer durante bastante tempo sem esbarrar em pressões inflacionárias.

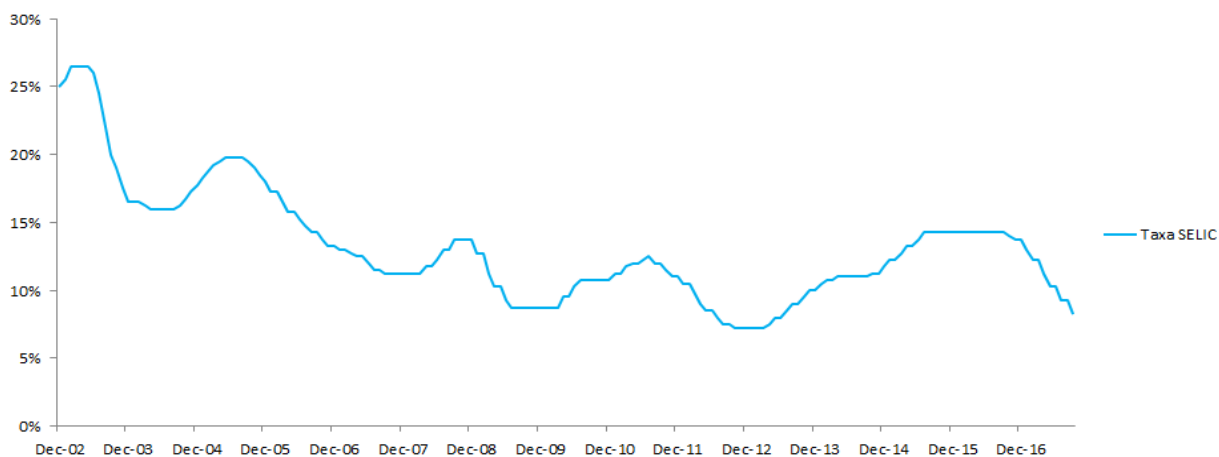
Hiato do Produto



Fonte: Bloomberg

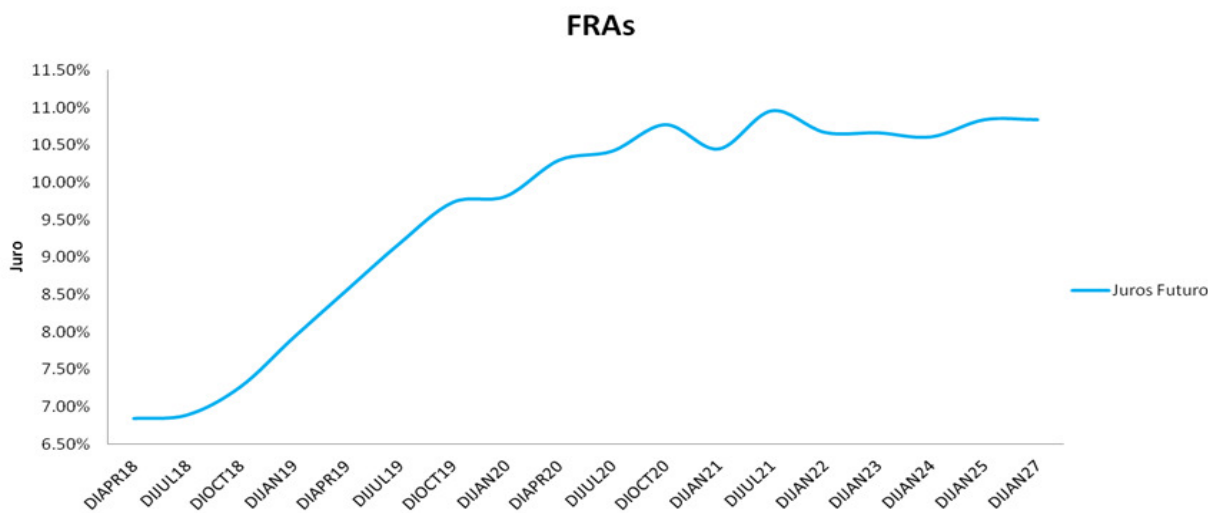
A potência da política monetária foi decisivamente ampliada com o recente advento da TLP. Um risco sempre lembrado à permanência dos juros em patamar mais baixo é o fiscal. Porém, a projeção da “bomba atômica fiscal” é amparada em premissas sobre o futuro. Uma parte dos déficits recentes é cíclica e o próprio crescimento se encarregará de melhorar receitas. Por fim, existe um fenômeno reflexivo: se os juros forem mais baixos, a dinâmica fiscal automaticamente melhora. No longo prazo os juros brasileiros vieram fazendo uma sequência de “lower highs & lower lows”.

Taxa SELIC



Fonte: Bloomberg

Esse ciclo benigno de juros, observado nos últimos 15 anos (gráfico acima), é função de vários fatores como maior confiança dos agentes na política e maior sensibilidade da economia aos juros decorrente da elevação da dívida/PIB. A reformulação do crédito direcionado, que corresponde a mais da metade do crédito total do sistema, pode ser no médio prazo tão potente para a política monetária quanto a reforma trabalhista pode ser para o ambiente de negócios. Se isso tudo estiver correto, a curva de juros futuros, que aponta taxas nominais ao redor de 10% já no ano de 2020, quando a meta de inflação será mais baixa, estaria com excesso de prêmio. O Brasil não seria uma exceção se esse cenário se materializar. Antes dele, México e Colômbia conseguiram manter seus juros em níveis mais baixos do que se considerava possível “até que aconteceu”.



Fonte: Bloomberg

Por tudo isso, entendemos que em algum momento a análise *top-down* deve ser condizente com a realidade *bottom-up* das companhias. Hoje há claramente uma distorção entre o que a visão macro prevê e as situações específicas das empresas refletidas nos preços de mercado. Dado o cenário benigno descrito anteriormente, pode ser que o encontro entre essas abordagens tarde a acontecer, mas fatalmente em algum momento a característica singular irá prevalecer. Dessa forma, entendemos que a análise específica de cada companhia vis-à-vis o que o mercado estima oferece grande oportunidade em valor relativo com bons retornos potenciais à frente.

Atenciosamente,

Polo Capital

Objetivo de fundo: Obter retornos absolutos não correlacionados a quaisquer índices e superiores àqueles que seriam esperados dado o seu grau de risco, investindo principalmente, mas não exclusivamente, no mercado de ações.

Público alvo: Exclusivamente Investidores Qualificados conforme definição da Instrução CVM 409/2004.

Categoria Anbid: Ações outros com alavancagem.

Taxa de Administração: 2,0% a.a.

Taxa de Performance: 20% do que exceder ao CDI, paga anualmente ou no resgate das cotas.

Taxa de Saída: Resgates agendados com menos de 60 dias de antecedência da solicitação estão sujeitos à taxa de saída de 10% sobre o valor resgatado.

Conversão da cota no resgate: 1º dia útil subsequente à solicitação.

Data de pagamento do resgate: 4º dia útil após a solicitação de resgate.

Início do Polo CSHG FIC FIA: 30 de abril 2003


Gestor: Polo Capital Gestão de Recursos Ltda.

Av. Ataulfo de Paiva 204, 10º
Leblon – RJ

T. 5521.3205-9800
F. 5521.3205-9899

Administrador e Distribuidor:
Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A.
CNPJ 61.809.182/0001-30
Rua Leopoldo Couto Magalhães Jr, 700, 11º andar, São Paulo, SP 04542-000

Auditor Independente:
KPMG Auditores Independentes
Rua Doutor Renato Paes de Barros, 33
São Paulo – SP

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

Revisão da Performance

	Cota	Mês	YTD	12 meses	24 meses	36 meses	Desde o início	PL Médio 12m	PL último dia do mês
Polo CSHG Master	13.2281120	1.41%	23.87%	36.06%	51.06%	32.84%	1,222.81%	119.1 MM	126.6 MM
CDI		0.64%	8.05%	11.61%	27.38%	43.38%	458.21%		175.1 MM
% CDI		219%	297%	311%	186%	76%	267%		

¹ Média aritmética da soma do PL apurado no último dia útil de cada mês, nos 12 meses anteriores. ² Patrimônio líquido em R\$ milhões.

Desempenho	Gross	Mensal (bps)
Ações	311.37%	127
Caixa/Arbitragem de Caixa	-	51
Custos	-	-27
Macro	-	-13
Renda Fixa/Crédito	4.41%	8
Outros/Ajustes	-	-5
Total	315.77%	141

Market Cap	Long	Short	Gross	Volume médio diário	Long	Short	Gross
> R\$10 bi	64.15%	82.55%	146.71%	> R\$10 mi	114.64%	118.71%	233.35%
> R\$1 bi e < R\$10 bi	65.44%	39.38%	104.82%	> R\$1 mi e < R\$10 mi	36.67%	3.95%	40.62%
< R\$1 bi	21.72%	0.72%	22.44%	< R\$1 mi	0.00%	-	0.00%
Index Hedge	3.74%	33.66%	37.40%	Index Hedge	3.74%	33.66%	37.40%

Contribuição por setor	Long	Short	Gross	Mensal (bps)
Alimentos, Bebidas e Consumo	19.69%	22.76%	42.45%	-10
Bancos	17.02%	21.44%	38.46%	-21
Construção Civil	21.49%	14.76%	36.25%	144
Educação	-	-	-	5
Eletricidade	12.08%	11.66%	23.74%	-5
ETFs	-	-	-	-17
Index hedge	-	33.66%	33.66%	-201
Industriais	3.59%	2.85%	6.44%	20
Mineração	19.89%	17.62%	37.51%	-60
Óleo e Petroquímico	17.91%	4.48%	22.39%	63
Papel e Celulose	10.67%	8.56%	19.23%	2
Saúde	3.45%	1.86%	5.31%	49
Siderurgia	3.08%	2.13%	5.21%	17
Transportes	9.99%	7.00%	16.99%	-14
Varejo	16.20%	7.53%	23.73%	156
Total	155.05%	156.31%	311.37%	127

Contribuição por estratégia	Long	Short	Gross	Mensal (bps)
Classe de Ações	9.26%	9.08%	18.34%	-20
Estrutura de capital	8.67%	7.04%	15.72%	13
Index hedge	-	33.66%	33.66%	-201
Outras Estratégias/Ajustes	-	-	-	0
Pares Inter-Setoriais	8.68%	2.36%	11.04%	40
Pares Intra-Setoriais	101.99%	97.90%	199.89%	151
Renda Fixa/Crédito	-	1.39%	1.39%	10
Valor Absoluto	26.46%	8.97%	35.43%	133
Total	155.05%	160.40%	315.45%	127

Polo II FIC FIA

Setembro de 2017

POLO
capital management

Objetivo de fundo: Obter retornos absolutos não correlacionados a quaisquer índices e superiores àqueles que seriam esperados dado o seu grau de risco, investindo principalmente, mas não exclusivamente, no mercado de ações.

Público alvo: Exclusivamente Investidores Qualificados.

Categoria ANBIMA: Ações outros com alavancagem.

Taxa de Administração: 2,0% a.a.

Taxa de Performance: 20% do que exceder ao CDI, paga anualmente ou no resgate das cotas.

Taxa de Saída: Resgates agendados com menos de 60 dias de antecedência da solicitação estão sujeitos à taxa de saída de 10% sobre o valor resgatado.

Conversão da cota no resgate: 1º dia útil subsequente à solicitação.

Data de pagamento do resgate: 4º dia útil após a solicitação de resgate.

Início: 14 de Janeiro de 2010

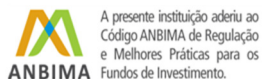
Gestor: Polo Capital Gestão de Recursos Ltda.
Av. Ataulfo de Paiva 204, 10º
Leblon – RJ
T. 5521.3205-9800
F. 5521.3205-9899

Administrador e Distribuidor:
Santander Securities Services
Brasil DTVM S.A
CNPJ: 62.318.407/0001-19
Av. Presidente Juscelino
Kubitschek, 2041 e 2235, Bloco A

Auditor Independente:

Deloitte Auditores

São Paulo – SP



Revisão da Performance

	Cota	Mês	YTD	12 meses	24 meses	36 meses	Desde o início	PL Médio 12m	PL último dia do mês
Polo II FIC FIA	12.8694328	1.28%	21.62%	33.35%	45.01%	29.24%	34.27%	44.6 MM	47.6 MM
Master								171.1 MM	175.1 MM
CDI		0.64%	8.05%	11.61%	27.38%	43.38%	121.13%		
% CDI		200%	269%	287%	164%	67%	28%		

¹ Média aritmética da soma do PL apurado no último dia útil de cada mês, nos 12 meses anteriores. ² Patrimônio líquido em R\$ milhões.

Desempenho	Gross	Mensal (bps)
Ações	316.14%	126
Caixa/Arbitragem de Caixa	-	51
Custos	-	-43
Macro	-	-14
Renda Fixa/Crédito	4.48%	8
Outros/Ajustes	320.61%	128
Total	316.14%	126

Market Cap	Long	Short	Gross	Volume médio diário	Long	Short	Gross
> R\$10 bi	65.14%	83.82%	148.95%	> R\$10 mi	116.40%	120.53%	236.93%
> R\$1 bi e < R\$10 bi	66.44%	39.99%	106.43%	> R\$1 mi e < R\$10 mi	37.23%	4.01%	41.24%
< R\$1 bi	22.06%	0.73%	22.78%	< R\$1 mi	0.00%	-	0.00%
Index Hedge	3.80%	34.18%	37.97%	Index Hedge	3.80%	34.18%	37.97%

Contribuição por setor	Long	Short	Gross	Mensal (bps)
Alimentos, Bebidas e Consumo	19.99%	23.11%	43.10%	-10
Bancos	17.28%	21.76%	39.05%	-22
Construção Civil	21.82%	14.99%	36.81%	144
Educação	-	-	-	5
Eletricidade	12.26%	11.84%	24.11%	-5
ETFs	-	-	-	-18
Index hedge	-	34.18%	34.18%	-205
Industriais	3.64%	2.89%	6.53%	20
Mineração	20.19%	17.89%	38.08%	-60
Óleo e Petroquímico	18.19%	4.55%	22.73%	64
Papel e Celulose	10.83%	8.69%	19.52%	2
Saúde	3.50%	1.89%	5.39%	49
Siderurgia	3.12%	2.17%	5.29%	17
Transportes	10.14%	7.10%	17.25%	-14
Varejo	16.44%	7.65%	24.09%	157
Total	157.43%	158.71%	316.14%	126

Contribuição por estratégia	Long	Short	Gross	Mensal (bps)
Classe de Ações	9.40%	9.22%	18.62%	-20
Estrutura de capital	8.81%	7.15%	15.96%	13
Index hedge	-	34.18%	34.18%	-203
Outras Estratégias/Ajustes	-	-	-	0
Pares Inter-Setoriais	8.81%	2.40%	11.21%	44
Pares Intra-Setoriais	103.55%	99.40%	202.95%	122
Renda Fixa/Crédito	-	1.41%	1.41%	5
Valor Absoluto	26.86%	9.11%	35.97%	162
Total	157.43%	162.86%	320.29%	126

Objetivo de fundo: Obter retorno superior ao rendimento do CDI em períodos acima de 1 ano.

Público alvo: Investidores que buscam retorno superior ao do CDI em período acima de um ano

Categoria Anbima: Fundo Multimercado Multiestratégia. Os fundos multimercados com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes

Taxa de Administração: 1,8% a.a. podendo atingir no máximo 2,5% aa quando computados eventuais investimentos do Fundo em outros fundos de investimento.

Taxa de Performance: 20% do que exceder ao CDI, paga anualmente ou no resgate das cotas.

Taxa de Saída: Solicitações de resgate agendadas com menos de 60 dias de antecedência são sujeitas a taxa de saída de 10% sobre o valor resgatado

Conversão da cota no resgate sem taxa de saída: 1º dia útil subsequente à solicitação.

Conversão da cota no resgate com taxa de saída: d+60 subsequente à solicitação

Data de pagamento do resgate: 4º dia útil após a conversão.

Início do Fundo: 1 Nov 2004

Gestor: Polo Capital Gestão de Recursos Ltda.
Av. Ataulfo de Paiva 204, 10º
Leblon – RJ
T. 5521.3205-9800
F. 5521.3205-9899

Administrador e Distribuidor:
BNY Mellon Serviços Financeiros
DTVM S/A 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson, 231, 11º
andar Centro, Rio de Janeiro – RJ
20030-905
www.bnymellon.com.br/sf
Serviço de Atendimento ao
Cliente (SAC):
Fale conosco no endereço
http://bnymellon.com.br/sf ou no
telefone (21) 3974-4600

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

Revisão da Performance

	Cota	Mês	YTD	12 meses	24 meses	36 meses	Desde o início	PL Médio 12m	PL último dia do mês
Polo Norte I	6.1496580	1.54%	16.19%	23.42%	38.11%	32.26%	514.97%	56.5 MM	63.0 MM
Master								56.7 MM	63.4 MM
CDI		0.64%	8.05%	11.61%	27.38%	43.38%	330.65%		
% CDI		239%	201%	202%	139%	74%	156%		

¹ Média aritmética da soma do PL apurado no último dia útil de cada mês, nos 12 meses anteriores. ² Patrimônio líquido em R\$ milhões.

Desempenho	Gross	Mensal (bps)
Ações	195.20%	167
Caixa/Arbitragem de Caixa	-	54
Custos	-	-57
Macro	-	-23
Renda Fixa/Crédito	5.59%	1
Outros/Ajustes	-	12
Total	200.79%	154

Market Cap	Long	Short	Gross	Volume médio diário	Long	Short	Gross
> R\$10 bi	42.03%	54.67%	96.71%	> R\$10 mi	71.03%	77.13%	148.16%
> R\$1 bi e < R\$10 bi	39.00%	24.27%	63.27%	> R\$1 mi e < R\$10 mi	21.03%	2.34%	23.37%
< R\$1 bi	11.03%	0.53%	11.56%	< R\$1 mi	0.00%	-	0.00%
Index Hedge	-	23.67%	23.67%	Index Hedge	-	23.67%	23.67%

Contribuição por setor	Long	Short	Gross	Mensal (bps)
Alimentos, Bebidas e Consumo	12.23%	14.33%	26.56%	0
Bancos	10.53%	14.29%	24.82%	23
Construção Civil	10.89%	8.81%	19.70%	71
Eletricidade	7.83%	8.33%	16.16%	-5
ETFs	0.90%	-	0.90%	6
Index hedge	-	23.67%	23.67%	-129
Industriais	2.18%	1.89%	4.07%	14
Mineração	10.36%	9.81%	20.17%	-30
Óleo e Petroquímico	13.23%	3.00%	16.24%	52
Papel e Celulose	4.37%	9.36%	13.72%	14
Saúde	1.60%	0.70%	2.30%	27
Siderurgia	1.89%	1.33%	3.21%	25
Transportes	5.89%	3.28%	9.18%	-9
Varejo	10.15%	4.35%	14.50%	106
Total	92.06%	103.14%	195.20%	167

Contribuição por estratégia	Long	Short	Gross	Mensal (bps)
Classe de Ações	5.26%	4.94%	10.20%	-5
Estrutura de capital	4.36%	3.48%	7.83%	7
Index hedge	-	23.67%	23.67%	-129
Pares Inter-Setoriais	5.68%	1.34%	7.02%	28
Pares Intra-Setoriais	56.05%	67.05%	123.11%	72
Renda Fixa/Crédito	-	0.81%	0.81%	3
Valor Absoluto	20.71%	4.49%	25.20%	191
Valor Relativo	-	-	-	-1
Total	92.06%	105.78%	197.84%	167