

## Carta Trimestral – 1T12

Em nossa última carta antecipamos que dedicaríamos esta edição à avaliação do nosso investimento em Redecard e às nossas perspectivas para o setor de adquirência. Em fevereiro, entretanto, o Banco Itaú Unibanco (controlador da companhia) anunciou inesperadamente que levaria adiante uma oferta pública de ações (OPA) para fechamento de capital da companhia.

A relevância desse movimento adiou a publicação desta nossa carta, mas após acompanhar a evolução dos acontecimentos que sucederam ao anúncio e muito discutir internamente, decidimos que ainda seria interessante descrever o processo de investimento na companhia e aproveitar para introduzir nosso novo investimento em Cielo.

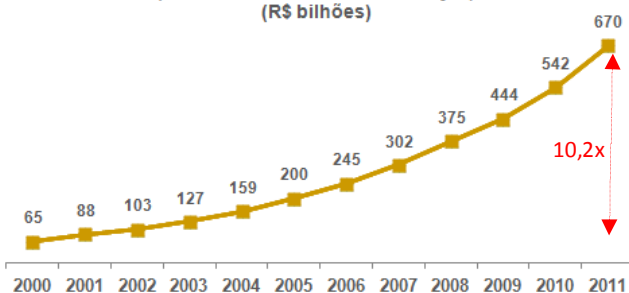
Como de costume, passaremos por uma contextualização do mercado em que a companhia está inserida e concluiremos com as razões que pautaram nossa decisão de investimento.

### Indústria de Cartões

A indústria de cartões de crédito possui particularidades que quando entendidas podem facilitar a compreensão de algumas de nossas premissas e convicções. Para os que já acompanham este setor ou gostariam de ter uma avaliação mais resumida e direta do caso de investimento, sugerimos avançar diretamente para a última seção da carta.

Nos últimos 60 anos a utilização de cartões de crédito vem revolucionando a forma como os consumidores pagam por bens e serviços. O desenvolvimento dessa indústria no Brasil ficou comprimido até recentemente, quando o controle da inflação e a maior *bancarização* da população possibilitaram tanto a aceleração do número de cartões em circulação como, principalmente, o total de pagamentos realizados através dos cartões, que cresceu mais de 10x desde 2000.

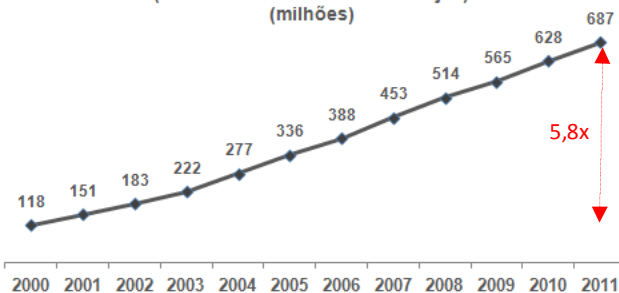
Pagamentos através de Cartões  
(crédito + débito + cartões de lojas)  
(R\$ bilhões)



Fonte: ABCEC

Gráfico 1

Número de cartões em circulação  
(crédito + débito + cartões de lojas)  
(milhões)



Fonte: ABCEC

Gráfico 2

Apesar do forte crescimento dos últimos anos, achamos que ainda há bastante espaço para expansão dos volumes transacionados nos cartões. Quando olhamos para a penetração da utilização do cartão em relação ao total do consumo privado em outros países como Estados Unidos, Canadá, Inglaterra e Austrália, por exemplo, encontramos um indicador na casa dos 50%, enquanto aqui no Brasil esse número está em torno de 27%.

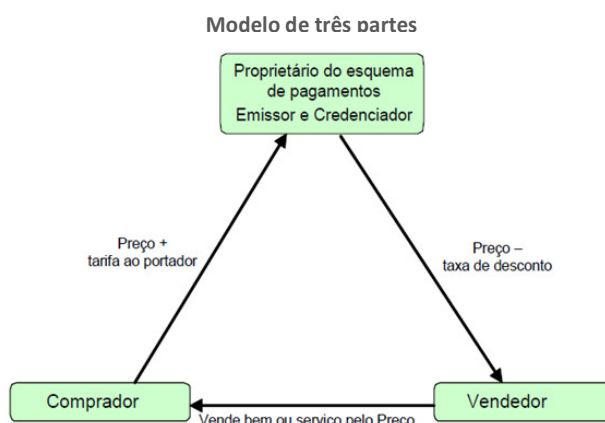
O aumento da penetração é um *driver* importante e ocorre de forma gradual. O crescimento da *bancarização* aliado às novas tecnologias de pagamento (e.g. *mobile payment*), à formalização cada vez mais expressiva da economia e à

entrada anual de novos assalariados no mercado (jovens usuários assíduos de cartão) podem levar a indústria a dobrar de tamanho em poucos anos.

Dentre os benefícios ao consumidor da utilização do cartão de crédito, podemos destacar o prazo médio de 28 dias para pagamento das contas, compras parceladas, transações com segurança, controle de gastos, benefícios e programas de milhagens e a possibilidade de realização de transações remotas (compras pela internet).

Esse conjunto de vantagens foi sendo adicionado ao longo dos anos. Quando os primeiros cartões surgiram, Diners Club em 1949 e American Express em 1950, a estrutura era bastante mais simples. O único benefício oferecido era a comodidade de trocar volumes de papel moeda pelos cartões personalizados. Cada empresa credenciava os estabelecimentos comerciais, relacionava-se diretamente com os portadores dos cartões, era responsável pela emissão das faturas, pelo risco da inadimplência e pelo pagamento dos serviços e produtos na ponta final.

Esse sistema onde uma só empresa controla todas as pontas da indústria ainda existe. Hoje em dia é conhecido como “Modelo de três partes” (Figura 1) e tem como maior representante a precursora American Express, que se relaciona diretamente com o “Comprador” (portador do cartão) e, quase sempre, credencia e administra suas próprias máquinas junto ao “Vendedor” (estabelecimentos comerciais), cobrando de ambas as partes por seus serviços.

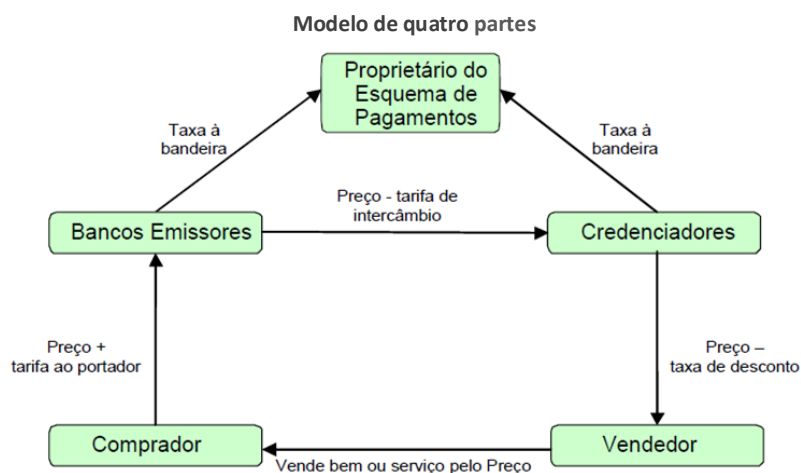


**Figura 1**

A estrutura a qual dedicaremos maior atenção, entretanto, é conhecida como “Modelo de quatro partes” (Figura 2), onde o emissor e o credenciador são entidades distintas. Assim como o anterior, esse modelo também surgiu nos Estados Unidos. Devido à característica regional e grande fragmentação do setor bancário americano, quando os principais bancos de varejo decidiram prover aceitação nacional para seus cartões e, conseqüentemente, seus clientes, a melhor forma encontrada foi criar as Associações de Cartões de Bancos (“Bank Card Associations”).

Nessas organizações o relacionamento com os clientes continuava sendo realizado por cada banco, mas “bandeiras” independentes foram criadas para representar esses novos grupos. Assim nasceu, na década de 60, o BankAmericard (posteriormente Visa), capitaneado pelo Bank of America. Logo em seguida, um grupo de 14 bancos americanos fundou o InterBank Card que hoje é conhecido como MasterCard.

O modelo adotado pelas hoje gigantes internacionais Visa e MasterCard adicionou novos agentes à indústria de cartões, mas também elevou a complexidade no que diz respeito a como cobrar pelos serviços prestados e de que forma dividir essas receitas entre o “Proprietário do Esquema” (Visa e MasterCard), os Bancos Emissores e os Credenciadores.



**Figura 2**

No “Modelo de quatro partes” cada agente possui funções e responsabilidades mais restritas e bem definidas que são abordadas logo abaixo. Mesmo reconhecendo que são muitos os detalhes, consideramos que grande parte do conforto que temos na sustentação da rentabilidade do negócio de credenciamento (Redecard e Cielo) reside no bom entendimento destas características, inseridas nas particularidades do mercado bancário brasileiro.

- Proprietário do Esquema de Pagamentos (Visa e MasterCard) – Conhecida comumente como “bandeira”, é a empresa que detém a marca e define as regras e o funcionamento do negócio. É remunerada através da “Taxa à Bandeira” que é paga tanto pelos Bancos Emissores quanto pelos Credenciadores;
- Credenciadores (Redecard, Cielo, GetNet, etc.) – Entidade responsável pela relação com os estabelecimentos comerciais. No Brasil suas funções incluem credenciamento do cliente, provimento de solução tecnológica e manutenção (POS<sup>1</sup> ou TEF/PDV<sup>2</sup>), pagamento antecipado de recebíveis, fixação de encargos financeiros e a liquidação de pagamentos. Credenciadores são remunerados pelos estabelecimentos comerciais através de três serviços: a taxa de desconto cobrada sobre o preço de cada transação realizada (MDR<sup>3</sup>), o aluguel das máquinas (POS) e a taxa financeira da antecipação dos recebíveis.
- Bancos Emissores (Itaú, Bradesco, Banco do Brasil, Santander, etc) – Empresa responsável pelo relacionamento com o portador do cartão. Suas funções incluem a habilitação, identificação e autorização da compra, a liberação de limite de crédito ou saldo em conta corrente, a fixação de encargos financeiros, a cobrança da fatura, a responsabilidade sobre possíveis inadimplementos e a definição de programas de benefícios. Os emissores são remunerados diretamente pelo portador através de tarifas e juros sobre o crédito rotativo. Adicionalmente, os emissores também recebem uma parte do MDR cobrado pelos credenciadores dos estabelecimentos comerciais. Essa fatia é conhecida como “tarifa de intercâmbio” e procura remunerar (i) o risco de crédito das compras realizadas pelo portador do cartão e (ii) o valor do relacionamento bancário com os estabelecimentos comerciais.

<sup>1</sup> Point of Sale, nome dado às pequenas máquinas utilizadas pelos estabelecimentos comerciais para aceitar cartões.

<sup>2</sup> O PDV, diferentemente do terminal POS, é um equipamento de propriedade do estabelecimento comercial. Consiste em um software TEF (Transferência Eletrônica de Fundos), que integra o sistema de automação comercial do estabelecimento ao da rede adquirente, permitindo a captura das transações com cartões.

<sup>3</sup> Merchant Discount Rate

## Entendendo a Oferta e Demanda desta indústria

Como pode ser percebido nos itens acima, a receita total do sistema é composta por tarifas e serviços cobrados tanto dos compradores como dos estabelecimentos comerciais. Uma característica bastante peculiar desse mercado está na complexidade de modelar a divisão ótima dos custos da indústria entre seus dois clientes.

O objetivo final desta composição é equilibrar as demandas dos dois lados, de forma a atrair e manter os dois conjuntos de clientes (portadores de cartões e lojas credenciadas) fidelizados e ativos.

O mercado de cartões não é o único onde mais de um lado do sistema arca com os custos. Os mercados de TV por assinatura e de mídia impressa são outros dois exemplos onde os custos são divididos entre cobranças aos usuários finais (assinaturas ou preço de venda de jornais/revistas) e receitas cobradas de anunciantes. Mercados com essas características são chamados de Mercados de Dois Lados (“*Two-Sided Markets*”).

Atualmente já existe uma longa literatura acadêmica que trata desta teoria microeconômica (Mercado de Dois Lados - M2L) e conhecê-la é muito importante para não desconsiderar que a estrutura de preços é utilizada como instrumento estratégico da rede para os dois lados do mercado (emissor e portador; credenciador e estabelecimento).

Sem alongar muito essa discussão, Rochet e Tirole (2005) facilitam o entendimento quando defendem que, no M2L, a quantidade total de transações pode ser afetada quando um dos lados reduz o preço no mesmo montante que o outro aumenta. Assim sendo, não é somente o preço total que afeta a demanda, a estrutura dos preços também tem um papel muito relevante.

Portanto, temos que analisar duas dimensões importantes quanto à estrutura de preços. Uma é preço total ou a soma dos dois lados. A outra reside na decomposição desse preço entre os usuários finais de cada um dos lados.

Uma característica interessante desse mercado diz respeito às externalidades de rede, onde cada esquema se beneficia diretamente do tamanho das plataformas e da concentração dos mercados. Plataformas com mais participantes dos dois lados tendem a valer mais para os consumidores do que plataformas menores. O valor da rede para um dos lados aumenta diretamente na proporção que o número de participantes do outro lado aumenta. Nesse contexto, estabelecimentos preferem participar de uma plataforma cujos cartões são muito utilizados pelos portadores, enquanto os portadores priorizam a utilização de um cartão de grande aceitabilidade pelos estabelecimentos.

## Credenciadores

A partir de agora estaremos focados na atuação dos Credenciadores (Redecard e Cielo) e em como percebemos as relações de força dentro da indústria.

Relembrando o breve resumo que fizemos na última carta, a história da Redecard teve início em 1970 quando o Citibank, o Itaú e o Unibanco se uniram para formar a Credicard. No entanto, foi em 1997 que decidiram ser necessária a especialização da atividade de credenciamento e realizaram a cisão da empresa e, com isso, a criação da Redecard. Nesse mesmo ano, a MasterCard International juntou-se ao grupo de acionistas. A partir desse momento a Redecard passou a ser a principal companhia que credenciava os estabelecimentos, ou gerava as condições necessárias, para aceitação dos cartões MasterCard e Diners no Brasil.

Durante alguns anos o mercado de cartões brasileiro possuía uma divisão muito bem definida. De maneira simplificada, a Redecard credenciava e processava todas as transações realizadas por clientes com cartões da bandeira MasterCard. Já a Visanet, hoje Cielo, era responsável pelas mesmas atividades quando realizadas com cartões da bandeira Visa.

Até julho de 2010 o ambiente competitivo era extremamente disciplinado, tendo em vista que a exclusividade existente assegurava que todo estabelecimento comercial que desejasse aceitar cartões de determinada bandeira deveria negociar isoladamente com a empresa adquirente responsável. Se quisesse aceitar o cartão Visa dependia da utilização da máquina da Cielo e se quisesse aceitar MasterCard, da Redecard.

Esse ambiente competitivo proporcionava elevado poder de preço tanto a Redecard quanto a Cielo, e induzia os bancos a se associarem em torno de uma empresa de credenciamento e concentrar a emissão de cartões na bandeira exclusiva daquela credenciadora.

Até que as empresas realizassem suas ofertas públicas de ações (IPO), a Redecard tinha como sócios o Itaú, Unibanco, Citibank e MasterCard International, enquanto a Cielo, então Visanet, era dividida entre Bradesco, Banco do Brasil, Santander e Visa International. Apesar de ambas contarem com pequenas participações de outros sócios, os grupos citados acima detinham quase a totalidade das respectivas companhias.

Mesmo com o elevado perfil de crescimento da indústria e de alguma necessidade de investimento em tecnologia, a geração de caixa operacional das companhias sempre foi mais do que suficiente para cobrir seus orçamentos de investimentos anuais e, portanto, as companhias se caracterizaram ao longo dos anos como boas pagadoras de dividendos.

Esse ponto ajuda a entender o fato de as ofertas públicas de ações terem sido majoritariamente de distribuição secundária. A Redecard foi a primeira a vir a mercado com uma oferta de R\$ 3,9 bilhões realizada em julho de 2007, sendo apenas 10% de distribuição primária. Já a Visanet (Cielo), que veio a mercado dois anos depois, levantou R\$ 7,0 bilhões em uma oferta 100% secundária.

Ambos os grupos controladores parecem ter aproveitado momentos oportunos para listar as companhias a preços interessantes. Adicionalmente, alguns acionistas pareciam estar mais ávidos por liquidez em suas participações, o que levou o Citibank a alienar completamente sua participação na Redecard e o Santander a vender sua participação na Cielo para, após a venda, passar a controlar as operações da GetNet no setor de credenciamento.

Algumas condições foram muito importantes para sustentar que a indústria tivesse tal concentração e a elevada rentabilidade até o momento em que o fim da exclusividade acontecesse por influência dos órgãos reguladores:

- Quando a indústria começou no Brasil, os grandes bancos de varejo dividiram-se em dois grupos. Um emissor de MasterCard (Citibank, Itaú e Unibanco) e outro emissor de Visa (Banco do Brasil, Bradesco e posteriormente o Santander).
- Cada grupo criou uma empresa encarregada de criar a solução tecnológica, realizar a manutenção *in loco* e atuar junto aos estabelecimentos comerciais, credenciando-os para que aceitassem respectivamente os cartões MasterCard e Visa.
- Devido à grande escala de cada grupo e a concentração bancária brasileira, após a criação dessas empresas ficou muito difícil surgir outra companhia que conseguisse rivalizar com a Redecard e a Cielo sem contar com a rede de distribuição e penetração nacional dos grandes bancos de varejo.

Esse cenário prevaleceu até que o Banco Central e o CADE<sup>4</sup> passaram a analisar com maior nível de detalhes a rentabilidade do setor e as barreiras existentes à entrada, que conferiam uma situação especialmente favorável às companhias já estabelecidas.

Isso levou o regulador a decidir pela abertura de mercado em julho de 2010, de forma que as credenciadoras passariam a aceitar mais de uma única bandeira em suas plataformas ao mesmo tempo em que as bandeiras aceitariam habilitar outras credenciadoras para fazer parte do seu esquema.

## Redecard, Cielo e a oportunidade de investimento

Com o fim da exclusividade as ações foram fortemente penalizadas. Passou-se a precificar quedas agressivas de preços e, aparentemente, perda de *market share* devido à entrada de novos competidores internacionais que manifestavam seu interesse em conquistar um espaço no rentável mercado brasileiro de credenciamento.

---

<sup>4</sup> Conselho Administrativo de Defesa Econômica

Já acompanhávamos as companhias desde a oferta inicial de ações e as características de crescimento e rentabilidade sempre nos chamaram atenção. No entanto, alguns fatores mantiveram-nas fora do nosso portfólio até a intervenção regulatória.

- O primeiro sempre foi a relação potencialmente conflituosa que existe naturalmente entre os bancos emissores e os credenciadores. Principalmente pelo fato de os principais emissores de cartões no Brasil serem os próprios controladores da Redecard e da Cielo.
- Mais da metade das receitas das credenciadoras advém das taxas de desconto cobradas dos estabelecimentos comerciais e essas são divididas com os emissores através da, já mencionada, tarifa de intercâmbio. As regras para definição de quanto cabe a cada parte são passíveis de alterações e isso sempre nos causou desconforto.
- Adicionalmente, outra linha de receita relevante vem da antecipação dos recebíveis de cartões. A Redecard sempre realizou essas operações com elevada rentabilidade e a Cielo tem obtido retornos crescentes atuando nesse *front*. O interesse dos bancos de varejo na concessão de crédito para pequenas e micro empresas, segmentos mais representativos das antecipações feitas pelas adquirentes, poderia trazer risco para parte dessas operações, já que nessa situação os bancos de varejo são controladores e, ao mesmo tempo, concorrentes das adquirentes.
- Sempre buscamos negócios com barreiras de entradas relevantes, mas nesse caso elas pareciam tão intransponíveis que passavam a suscitar riscos de atuação direta do regulador para reduzir o poder de preço e fomentar a competição. Esse movimento também já havia acontecido em outras geografias.
- Por último, cabe enfatizar que todos os investimentos possuem riscos associados e sempre podemos realizar simulações de cenários adversos que poderiam impactar significativamente os resultados das companhias. Exatamente por esse motivo acreditamos que, para assumir os riscos identificados, necessitamos encontrar margem de segurança suficiente no *valuation* das companhias. Esse nunca foi o caso até a quebra da exclusividade.

Muito convictos dos *drivers* estruturais de crescimento do setor, baseados em aumento da relevância do uso do cartão de crédito no consumo das famílias, pudemos focar no estudo do ambiente concorrencial, nos potenciais conflitos de interesse entre as credenciadoras e seus controladores, no risco da interferência mais direta do regulador (BC e CADE) e acabamos decidindo que, após cair cerca de 40% das máximas atingidas no primeiro semestre de 2010, o balanço de riscos e oportunidades apresentava-se bastante favorável.

Nosso investimento em Redecard teve início nos primeiros meses de 2011. Parecia-nos que as probabilidades atribuídas à entrada de competidores estavam superestimadas ou pelo menos que a velocidade atribuída àquela entrada nos parecia pouco crível.

O fim da exclusividade inaugurava uma era onde, na teoria, qualquer credenciadora estava habilitada a operar como multibandeira e oferecer seus serviços aos milhões de estabelecimentos comerciais existentes no Brasil. Especulava-se que inúmeras empresas estariam dispostas a brigar por uma fatia desse mercado, considerando que, a princípio, não havia mais barreiras.

Ao contrário do que as ações das adquirentes refletiram após a abertura de mercado, as barreiras à entrada de novos competidores haviam diminuído, porém continuavam relevantes. O relacionamento bancário dos estabelecimentos comerciais foi e continua sendo o principal canal de comercialização utilizado pelas adquirentes.

Ou seja, a grande maioria das novas afiliações é feita através da rede de agência dos bancos de varejo. O relacionamento estabelecido por meio da oferta de produtos bancários se mostra como um dos principais diferenciais competitivos.

Considerando que os maiores bancos de varejo já eram acionistas das duas adquirentes existentes antes da abertura de mercado, Redecard e Cielo, restaram poucas opções para os novos entrantes aproveitarem esse valioso canal de vendas a fim de ganhar escala suficiente para oferecer uma solução competitiva aos seus clientes.

Nossa opção pela Redecard foi mais uma tentativa de reduzir o risco do investimento. O declarado foco em cortes de custos e ganho de eficiências parecia reduzir as perdas esperadas em caso de quedas de preços maiores do que as antecipadas por nós. Nesse ambiente de mudanças que poderiam ser relevantes, também gostávamos da maior agilidade que a Redecard parecia ter por ser controlada por um único banco e com histórico de tomadas de decisão bastante rápidas.

Sem nos alongar sobre o racional que nos parece ter pautado a decisão do Itaú para realizar a atual oferta de fechamento de capital da Redecard, acreditamos que podemos resumir a avaliação como uma consideração minuciosa sobre a perspectiva de retorno que o banco obterá com a compra de ações.

A agilidade que nos agradava quando pensávamos sobre os movimentos de adaptação que poderiam ser requeridos dos controladores limitou, através de uma oferta pública veloz e pouco esperada, o *upside* que vislumbrávamos. Por conta disso, não fazia mais sentido para nós prolongarmos esse investimento e decidimos por desfazer a posição.

Ainda acreditamos que o *valuation* das companhias nesse setor oferece boa perspectiva de retorno e, após o desinvestimento da Redecard, revisitamos todas as questões específicas da Cielo e decidimos que ainda existia boa margem de segurança para justificar que continuássemos observando expansão de resultados e retorno bastante atraente.

Após quase dois anos da quebra da exclusividade entre as bandeiras e credenciadoras, conseguimos ter maior visibilidade sobre os riscos e barreiras de entrada no setor dada sua nova estrutura competitiva. Consideramos, por exemplo, que atualmente o risco de mais alguma interferência regulatória no curto-médio prazo é significativamente menor. O mercado está aberto à competição e os novos entrantes aos poucos irão garantir suas fatias. A probabilidade de alguma imposição nesse cenário nos parece muito baixa.

Além disso, atualmente também achamos pouco provável que haja um cenário de guerra de preços. Aliado ao robusto crescimento da indústria e à capilaridade dos bancos emissores, principal ativo na cadeia, pudemos observar bons resultados daquelas credenciadoras que estão se diferenciando e investindo no produto a fim aumentar o poder de barganha na negociação das taxas e fidelizar os estabelecimentos comerciais.

Por outro lado, a relação potencialmente conflituosa entre os bancos emissores (controladores) e as credenciadoras aparece como o maior risco. Apesar de acreditar em alguma transferência de valor das credenciadoras para os controladores ao longo do tempo, esta deve ocorrer de formar gradativa, sem comprometer relevantemente as perspectivas de crescimento de resultado.

## Política de Investimento

O fundo tem como objetivo gerar retornos reais superiores ao custo de oportunidade local, no longo prazo, através de investimento em ações no Studio Master Fundo de Investimento em Ações.

## Público Alvo

O fundo tem como público alvo os investidores em geral.

Rentabilidade (%)		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acum.
2009	<b>Studio FIC FIA</b>											<b>-0.06</b>	<b>5.12</b>	<b>5.06</b>	<b>-</b>
	lbovespa											-1.29	2.30	0.99	-
2010	<b>Studio FIC FIA</b>	<b>-0.24</b>	<b>-0.20</b>	<b>4.59</b>	<b>-1.27</b>	<b>-3.86</b>	<b>1.77</b>	<b>11.58</b>	<b>-0.83</b>	<b>6.84</b>	<b>5.20</b>	<b>0.74</b>	<b>2.43</b>	<b>29.07</b>	<b>35.61</b>
	lbovespa	-4.65	1.68	5.82	-4.04	-6.64	-3.35	10.80	-3.51	6.58	1.79	-4.20	2.36	1.04	2.04
2011	<b>Studio FIC FIA</b>	<b>-2.19</b>	<b>-1.12</b>	<b>3.52</b>	<b>0.01</b>	<b>1.27</b>	<b>-2.30</b>	<b>-3.82</b>	<b>-2.97</b>	<b>-2.28</b>	<b>6.00</b>	<b>-2.02</b>	<b>4.67</b>	<b>-1.79</b>	<b>33.17</b>
	lbovespa	-3.94	1.22	1.79	-3.58	-2.29	-3.43	-5.74	-3.96	-7.38	11.49	-2.51	-0.21	-18.11	-16.44
2012	<b>Studio FIC FIA</b>	<b>5.42</b>	<b>6.14</b>	<b>0.43</b>										<b>12.37</b>	<b>49.64</b>
	lbovespa	11.13	4.34	-1.98										13.67	-5.02

**Studio FIC FIA: PL (MM) R\$ 174.3 | PL médio desde 25-11-09 (MM) R\$ 88**

Rentabilidade líquida de custos, porém não de impostos

**Studio Investimentos: PL sob gestão (MM) R\$ 295.6**

\*\*\* Atualizado até 30/3/2012

## Características

Taxa de Administração:	3,00% a.a. paga mensalmente
Taxa de Performance:	Não há
Cota de Aplicação:	D0
Conversão de Cotas no Resgate:	(a) Sem cobrança de taxa de saída: D+10, (b) Com cobrança de taxa de saída: D+1, Taxa de Saída: 10%
Pagamento do Resgate:	D+3 da conversão da cota
Investimento Mínimo:	R\$30.000,00
Movimentação Mínima:	R\$5.000,00
Saldo mínimo de permanência:	R\$30.000,00
Custódia:	Banco Bradesco
Auditoria:	KPMG – Auditores Independentes
Classificação ANBID:	Ações livre
Informações Bancárias:	Favorecido: STUDIO FIC FIA – CNPJ: 11.225.767/0001-35 – Banco Bradesco (237) Agência: 2856-8 – CC: 613.574-9

Dispersão Setorial	
Setor	Expo.
Financeiro	24%
Consumo	16%
Industrial	14%
Mineração e Siderurgia	13%
Construção	5%
Transporte	5%
Saúde	4%
Energia Elétrica	4%
	<b>84%</b>

Market Cap.	
	%
< R\$2 bi	5%
> R\$2 bi e < R\$10 bi	42%
> R\$10 bi	38%
	<b>84%</b>

Análise de Liquidez	
	%
< R\$5 mm	6%
> R\$5 mm e < R\$20 mm	28%
> R\$20 mm	50%
	<b>84%</b>

\*Dados atualizados em 30-mar-2012

### Gestor

**Studio Investimentos Adm. de Recursos Ltda.**

CNPJ: 11.006.650/000160  
Av. Niemeyer 2, Sala 103  
Rio de Janeiro, RJ – CEP: 22450220  
www.studioinvest.com.br  
contato@studioinvest.com.br  
Tel: (21) 35540600  
Fax: (21) 35540606

### Administrador / Distribuidor

**BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.**

CNPJ: 02.201.501/000161  
Av. Presidente Wilson 231, 11º andar  
Rio de Janeiro, RJ – CEP: 20030905  
www.bnymellon.com.br/sf  
SAC: sac@bnymellon.com.br  
ou (21) 32192600, (11) 30508010, 0800 725 3219  
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219

Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Este fundo de cotas aplica em fundo de investimento que utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas. 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 créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Este fundo tem menos de 12 (doze) meses, e, para avaliação da performance de fundos de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Taxa de administração máxima: 3.50% a.a. A taxa de administração máxima compreende a taxa de administração mínima e o percentual máximo permitido pela política do fundo em razão das taxas de administração dos fundos investidos.

