

Relatório de Lançamento

IP-Equity Hedge

terceiro trimestre / 2003

Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do Fundo, do administrador 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. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e o regulamento do Fundo de investimento ao aplicar seus recursos.

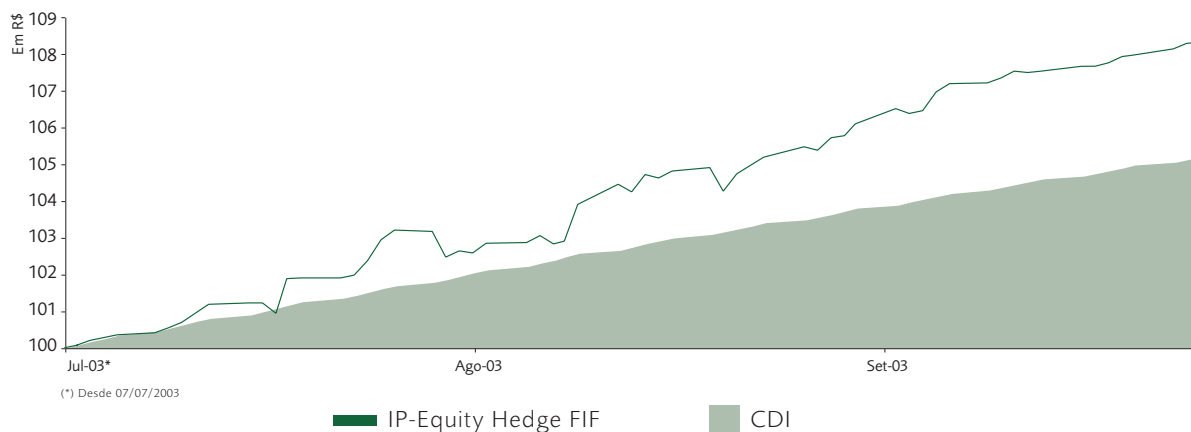
Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Investidor Profissional, não deve ser considerado como oferta de Fundo de investimentos e não constitui os documentos previstos na Circular 2958 do Banco Central ou na instrução CVM 302, nem o prospecto previsto no Código de Auto-Regulação da ANBID. Apesar de todo o cuidado, tanto na coleta quanto no manuseio das informações apresentadas, a Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por operações ou decisões de investimentos tomadas com base neste material. Todas as opiniões e estimativas são elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que o material é editado. Nenhuma informação ou opinião deve ser interpretada ou tem intenção de ser uma oferta de compra ou de venda das ações ou ativos mencionados. A Investidor Profissional não comercializa nem distribui quotas de Fundos de investimento ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo.

Não obstante a diligência do administrador em selecionar as melhores opções de investimento, a carteira do Fundo está, por sua própria natureza, sujeita às flutuações de preços/cotações do mercado, aos riscos de crédito e liquidez e às variações de preços e cotações inerentes aos seus ativos o que pode acarretar perda patrimonial do Fundo. Esse Fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. Para avaliação da performance do Fundo de Investimento, é recomendável uma análise no período de, no mínimo, 12 meses.

ÍNDICE

IP-Equity Hedge	3
Introdução	3
Fundo	3
Objetivo	3
Estratégia	3
Operações - alvo	4
Ações direcional	4
Eventos corporativos	4
Arbitragem	4
Long-short	4
Fatores de Risco	4
Gerenciamento de Risco	5
Diferenciais	6
Conclusão	7

IP-Equity Hedge vs CDI



INTRODUÇÃO

A Investidor Profissional (IP) é a primeira empresa independente de gestão de recursos do Brasil.

Fundada em 1988, a IP iniciou suas atividades com a gestão de carteiras de ações de empresas brasileiras.

A gestão foi sempre pioneira e diferenciada. A filosofia de investimento é conhecida como *value oriented* – isto é, orienta-se pelo valor econômico das empresas.

Em fevereiro de 1993, as carteiras administradas foram consolidadas em um único Fundo de investimentos: o IP- Participações. Dez anos se passaram, e o IP-Participações foi eleito o Fundo de ações mais rentável do Brasil no período (de fev/93 a fev/03), conforme pesquisa realizada pelo Centro de Estudos em Finanças da FGV-SP.

O IP-Participações é um Fundo aberto, composto principalmente por investimentos de longo prazo. A carteira contempla eventualmente ações pouco líquidas, e por isso os gestores costumam investir ao menos 30% do patrimônio em ativos líquidos com horizonte de cerca de um ano. É deste modo que a IP gerencia o risco de liquidez do IP-Participações.

A relevância desta parcela da carteira motivou a prática de investir com horizonte de prazo mais curto (1 ano) em ativos que associem margem de segurança e o que chamamos “catalisadores”.

Seguindo a filosofia empresarial de só lançar produtos de alto valor agregado que se beneficiem de nossas principais competências e simultaneamente reforcem o que a IP tem de mais valioso (*expertise em equities*), lançamos o IP-Equity Hedge.

O IP-Equity Hedge é uma extensão natural da principal competência da IP: seleção de ações seguindo a filosofia *value-oriented*.

FUNDO

O IP-Equity Hedge é um *Hedge Fund* que combina lastro em CDI com operações no mercado de ações.

Objetivo

O Objetivo do Fundo é proporcionar ganhos de capital superiores ao rendimento do CDI em períodos de um ano, combinando lastro em títulos públicos federais com uma gestão ativa de investimentos concentrada no mercado de ações, utilizando instrumentos disponíveis tanto no mercado à vista quanto no de derivativos.

Estratégia

A metodologia de análise fundamentalista, desenvolvida e aperfeiçoada ao longo dos últimos 15 anos pela IP, será utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. O Fundo manterá posições compradas quando identificar ativos sub-avaliados pelo mercado e posições vendidas quando identificar ativos sobre-avaliados pelo mercado, sempre comparativamente ao valor intrínseco estimado pela IP.

Adicionalmente, o Fundo buscará oportunidades de arbitragem entre ativos emitidos por uma mesma empresa ou grupo de empresas.

O IP-Equity Hedge também investirá em ações de empresas envolvidas em eventos societários tais como, mas sem se limitar a, mudanças de controle acionário, fusões, cisões e incorporações.

OPERAÇÕES-ALVO

A filosofia de investimentos do IP-Equity Hedge consiste em buscar operações que combinem margem de segurança satisfatória e catalisadores¹ pré-identificados.

As operações realizadas pelo IP-Equity Hedge dividem-se em quatro grupos: Ações Direcional, Eventos Corporativos, Arbitragem, *Long-Short Equities*.

Ações Direcional

Compreende operações isoladas de compra (*stock-picking*) ou venda de ações (*short-selling*). São montadas quando se identificam distorções de curto prazo relevantes entre valor justo e preço, seja por super ou sub-avaliação do mercado.

Margem de segurança: potencial de valorização medido pela diferença entre fluxo de caixa descontado e preço da ação, boas práticas de governança corporativa, alto *dividend yield* projetado (equivalente ou superior ao CDI) e múltiplos historicamente baixos em termos absolutos ou relativos a empresas comparáveis.

Catalisadores: reversão de expectativas, reversão cíclica, expectativas de resultados.

Eventos Corporativos

Operações oportunistas em ações de empresas envolvidas, ou propensas a se envolver, em eventos societários tais como, mas sem se limitar a, mudanças de controle acionário, fusões, cisões e incorporações.

Margem de segurança: potencial de valorização da posição versus o custo de carregamento (CDI) da posição no período estimado para conclusão do evento corporativo.

Catalisadores: anúncio do evento corporativo ou alteração da dinâmica dos prazos legais.

Arbitragem

Definimos arbitragens como operações de valor relativo montadas com ativos emitidos pela mesma empresa ou grupo de empresas, por exemplo², posição

comprada em ações ordinárias da Telemar (TNLP3) combinada com posição vendida em ações preferenciais da Telemar (TNLP4), ou ainda, posição comprada em ações de Itaúsa (ITSA4) combinada com posição vendida em ações de sua controlada, Banco Itaú (ITAU4).

Margem de segurança: potencial de valorização em relação a padrões históricos. Operações que se beneficiem de eventuais rupturas de padrões.

Catalisadores: evento aleatório que provoque a convergência para as médias ou ruptura de padrão histórico.

Long-Short

Operações de valor relativo, montadas com ativos emitidos por empresas diferentes, por exemplo, posição comprada em ações de Perdigão (PRGA4) combinada com posição vendida em ações de Sadia (SDIA4).

Margem de segurança: conhecimento que permita criticar a magnitude da distorção de valor relativo entre empresas comparáveis. Variáveis exógenas isoladas (câmbio, juros, taxa de risco, etc.).

Catalisadores: reversão de expectativas, expectativas de resultados.

A alocação da carteira do IP-Equity Hedge entre os quatro grupos de operações (Ações Direcional, Eventos Corporativos, Arbitragem e *Long-Short Equities*) dependerá da disponibilidade de ativos e da conjuntura. Não há limites individualizados de exposição do Fundo por grupo de operações. O que há são limites globais de exposição ao mercado de ações.

Os limites de exposição do Fundo ao mercado de ações são:

1. Limite de posição comprada em ações: 30% do patrimônio líquido.
2. Limite de posição vendida em ações: 20% do patrimônio líquido.
3. Limites de exposição líquida⁴: -10% e 20% do patrimônio líquido do fundo.
4. Limite de exposição bruta⁵: 50% do patrimônio líquido do fundo.

¹ Evento que provoque a convergência entre o preço de negociação de um ativo e seu valor justo.

² O exemplo é meramente ilustrativo. O Fundo não está posicionado nestas operações. Por razões estratégicas, o Fundo não detalhará a composição de suas arbitragens.

³ O exemplo é meramente ilustrativo. O Fundo não está posicionado nestas operações. Por razões estratégicas, o Fundo não detalhará a composição de suas operações *long-short*.

⁴ Somatório das posições compradas menos o somatório em módulo das posições vendidas.

⁵ Somatório em módulos das posições compradas e vendidas.

FATORES DE RISCO

O IP-Equity Hedge concentrará esforços nas operações em que a IP possui vantagens competitivas. Existem alguns tipos de risco que estamos dispostos a aceitar, pois nossa experiência permite dimensioná-los de forma qualitativa. São eles:

- risco dos fundamentos dos ativos emitidos pelas empresas (classes de ações, bônus de subscrição, opções de ações, etc.).
- risco dos fundamentos das empresas e dos setores.
- riscos atribuídos à estrutura de Governança Corporativa das empresas (risco societário, alinhamento/desalinhamento de interesses, etc.).
- risco do **timing** dos órgãos reguladores do mercado de capitais.

Idealmente, buscaremos isolar todos os outros riscos onde consideramos não ter vantagens competitivas, como, por exemplo, risco de oscilações das taxas de câmbio e juros.

GERENCIAMENTO DE RISCO

O processo de Gerenciamento de Risco do IP-Equity Hedge é fundamentalmente qualitativo. O Fundo realiza testes de **stress** de valor, preço e liquidez dos ativos que compõem sua carteira.

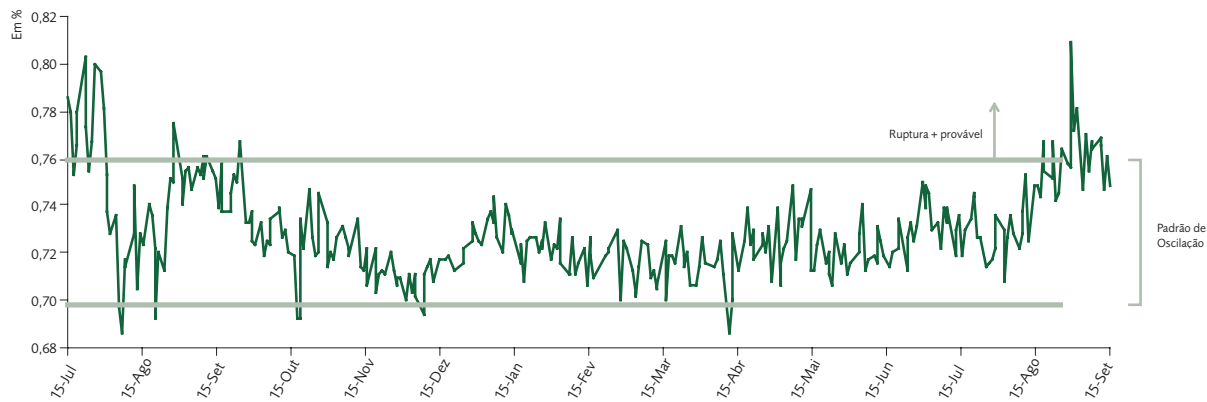
Os testes consistem na projeção de cenários futuros elaborados com base na experiência de 15 anos da IP no mercado acionário brasileiro e na observação do comportamento dos ativos que compõem a carteira durante as grandes crises financeiras dos últimos anos.

Adicionalmente aos testes descritos, o IP-Equity Hedge procurará sempre posicionar-se em operações onde eventuais rupturas de padrões o beneficiem (*fat tail protection*). Tal julgamento é estritamente qualitativo, por exemplo, a ruptura mais provável na relação de preços entre as ações ordinárias de Telemar (TNLP3) e às ações preferenciais de Telemar (TNLP4) favorece às ações ordinárias da Telemar.

A conclusão se baseia na avaliação de que existe uma possibilidade não desprezível de ocorrer mudança no controle acionário da Telemar nos próximos anos. O evento beneficiaria proprietários de ações ordinárias, detentores do direito de venda conjunta ao controlador em caso de mudança de controle acionário (*tag-along*⁶). Nesta situação, as ações ordinárias de Telemar, que atualmente negociam com desconto de aproximadamente 25% em relação às ações preferenciais, tendem a negociar com prêmio relevante em relação às ações preferenciais.

Em função do exposto acima, caso o Fundo realize operações com os ativos mencionados (TNLP3 e TNLP4), a operação mais provável envolveria compra de Telemar ON e venda de Telemar PN (ver exemplo). Desta forma, o fundo se posiciona para beneficiar-se da correção de um padrão de curto prazo, e, ainda, beneficiar-se da eventual ruptura deste padrão (*fat tail protection*).

EXEMPLO: COMPRA DE TELEMAR ON E VENDA DE TELEMAR PN



⁶ Garantido pela Nova Lei das S.A., Lei 10.303 de 31/10/2001

Além dos testes de *stress* de valor, preço e liquidez e da preocupação constante com os eventos poucos prováveis, o Fundo usará *stop loss*⁷ para suas posições. O critério de fixação dos níveis de *stop* varia de acordo com cada operação.

A IP acredita que o uso exclusivo de modelos de avaliação de risco baseados em ferramentas estatísticas é perigoso para o investidor. Estes modelos costumam valer-se da repetição de padrões observados no passado, o que não representa garantia no tempo presente ou no futuro. A segurança transmitida por ferramentas estatísticas e a incapacidade dos modelos em evitar verdadeiros riscos constituem efetivamente ameaça relevante.

Associa-se com frequência o risco de determinado ativo à volatilidade de seus preços. O problema é que baixa volatilidade não representa imunidade contra risco. Em geral, grandes riscos são percebidos pelos investidores apenas em situações extremas. Ou quando já se converteram em catástrofe.

A frase reproduzida abaixo foi extraída de trabalho elaborado por Philippe Jorion intitulado "*Risk Management Lessons from Long Term Capital Management*"⁸ (LTCM)".

*"LTCM asserts that the portfolio is managed so that its target risk is no larger than the risk of an unleveraged position in the S&P500."*⁹

Evidentemente os gestores do LTCM se referiam a volatilidade esperada das quotas, e não ao risco real do fundo. Embora a volatilidade-alvo do LTCM fosse equivalente à de uma posição não alavancada em ações do S&P500, o efeito-alavancagem tornava o risco real do LTCM infinitamente superior ao das ações do S&P500. A ruptura de 1998 se encarregou de prová-lo.

A mensagem principal sobre risco é que ele é inevitável. Como investidores, resta-nos aprender a conviver com ele da forma mais eficiente possível, sem nos deixar levar pela falsa e perigosa sensação de segurança transmitida pelos modelos estatísticos de controle de riscos. O fundamental para um bom gerenciamento de

risco é entender profundamente as variáveis-chave dos investimentos, ter expectativas realistas e evitar as situações adversas.

DIFERENCIAIS

1. Operações - Alvo

O IP-Equity Hedge é um *Hedge Fund* que concentra operações no mercado acionário. Tal característica visa ao aproveitamento da experiência que a IP acumulou ao longo dos últimos quinze anos no mercado de ações brasileiro, além de ir ao encontro de dois pilares básicos de nossa filosofia empresarial: conservadorismo e foco em preservação de capital.

2. Baixo Risco Estrutural (*spread* vs *alavancagem*)

Por concentrar suas operações no mercado de *equities*, o IP-Equity Hedge apresenta risco estrutural muito inferior a média dos *Hedge Funds*.

Uma característica intrínseca ao mercado de ações é a verificação de distorções (*spreads*) cujas magnitudes são em geral muito superiores às dos outros mercados. Esta característica permite aos *Equity Hedge Funds* atingir níveis de rentabilidade satisfatórios sem incorrer nos riscos causados pelo excesso de alavancagem.

3. Horizonte de Investimento

O IP-Equity Hedge foi estruturado de modo a combinar retornos acima do custo de oportunidade (CDI) em períodos de um ano com baixo risco estrutural (devido à sua alavancagem reduzida). A contrapartida para essa combinação altamente desejável é uma volatilidade de quotas semelhante à apresentada pelos *Hedge Funds* mais agressivos do mercado¹⁰ e uma frequência de superação mensal do CDI, eventualmente, inferior à média dos *Hedge Funds* do mercado.

O objetivo do Fundo é estar entre as alternativas de investimento com melhor relação risco-retorno do mercado para períodos de um ano. Por isso, o IP-Equity Hedge concentrará seus investimentos em operações pouco alavancadas, e com prazo de maturação esperado de cerca de um ano.

⁷ Zeragem da posição quando determinado nível de perda é atingido

⁸ Hedge Fund cujo colapso em 1998 motivou inédita operação de socorro liderada pelo Banco Central Americano (FED).

⁹ A frase foi atribuída a Charles Smithson (1999) ao reportar informações provenientes do LTCM

¹⁰ A volatilidade esperada das quotas do IP Equity Hedge tende a ser equivalente a volatilidade das quotas dos Fundos Multimercado de perfil agressivo (classificação ANBID).

CONCLUSÃO

O IP-Equity Hedge é um fundo diferenciado, destinado a investidores que buscam diversificação de riscos e alternativa consistente às propostas de *hedge funds* tradicionais. O IP-Equity Hedge combina a possibilidade de retornos acima do custo de oportunidade (CDI), explorando a experiência da IP no mercado de ações, com baixo risco estrutural (alavancagem reduzida). Em função dos prazos de maturação de suas operações, o Fundo não tem como objetivo superar o CDI a cada mês. A proposta é estar entre as alternativas de investimento com melhor relação risco-retorno em períodos de um ano.



Sócios:

Roberto Vinhães
Christiano Fonseca Filho
Maurício Bittencourt
Pedro Chermont
João Emílio Ribeiro Neto
Isabella Saboya

Av. Ataulfo de Paiva, 255 / 9º andar - Leblon
22440-030 - Rio de Janeiro - RJ - Brasil
Tel. (55 21) 2540 8040 - Fax (55 21) 2540 8019
faleconosco@investidorprofissional.com.br
www.investidorprofissional.com.br