

INVESTIDOR  
PROFISSIONAL

# Relatórios de Gestão

IP-Participações FIA / IP-Equity Hedge FIF

primeiro trimestre / 2004

Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do Fundo, da gestora, 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 do 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.

Visando minimizar riscos de lavagem de dinheiro e, atendendo a legislação vigente, quando do ingresso no fundo, cada quotista será solicitado a nos fornecer cópias de seus documentos de identificação entre outros documentos cadastrais.

Estes Fundos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus quotistas.

## ÍNDICE

---

<b>Creso e a Administração de Riscos</b>	<b>3</b>
<b>IP-Participações</b>	<b>7</b>
Resultado do Primeiro Trimestre de 2004	7
Perdigão	7
Ambev	9
Informações	13
<b>IP-Equity Hedge</b>	<b>15</b>
Introdução	15
Desempenho / Resultados	15
Exposição / Risco	17
Informações	19
<b>Aleatórias</b>	<b>20</b>

---



Apolo, o Deus do Sol, tinha o dom da profecia. Todos os Deuses gregos podiam ver um pouco do futuro, mas só Apolo tinha o poder de oferecer este dom a alguns de seus discípulos. Apolo nomeou oráculos, sendo o mais famoso o oráculo de Delfos. Reis, aristocratas e pessoas comuns iam a Delfos consultá-lo sobre o futuro.

Creso era o Rei da Lídia. Sua ambição ultrapassava os limites de seu reino, e assim, segundo a História de Heródoto, Creso planejou invadir e conquistar a Pérsia. Como não estava totalmente convencido do sucesso de sua empreitada, decidiu mandar alguns emissários consultar o oráculo de Delfos a respeito. A pergunta feita pelos emissários em nome de Creso foi: "O que acontecerá se Creso declarar guerra a Pérsia?". E o oráculo respondeu: "Vai destruir um poderoso império".

Movido pela ganância, Creso aceitou de forma crédula e acrítica a profecia do oráculo. Encheu-se de coragem, invadiu a Pérsia e foi humilhanamente derrotado. Não só o poder lídio foi destruído como Creso foi obrigado a trabalhar pelo resto da vida como um reles funcionário na corte persa.

Os séculos se passaram e a natureza humana não mudou. O impulso de tomar decisões com base em interpretações enviesadas de informações incompletas, inadequadas ou mesmo irrelevantes é uma constante em nossas vidas. A forma de minimizar os efeitos que, vide Creso, podem ser catastróficos, é entender nossa vulnerabilidade e criar mecanismos que nos protejam de nós mesmos.

A pergunta que gestores mais recorrentemente respondem ao ser argüidos por potenciais investidores é tão irrelevante quanto a pergunta de Creso: - Quanto o fundo subiu no ano/mês/semana passada? Alguns mais "sofisticados" perguntam sobre a volatilidade do fundo. E em geral, assim como Creso, a resposta a essas perguntas é a senha para que o investidor se encha de coragem e tome sua decisão.

Poucos se preocupam em investigar quanto do sucesso ou fracasso recente do gestor foi questão de pura sorte e quanto pode ser atribuído à competência ou à incompetência para seguir de forma disciplinada uma filosofia de investimentos.

Menospreza-se o papel da sorte e os riscos ocultos em performances de curto prazo espetaculares.

É um erro julgar a qualidade de uma decisão com base apenas no resultado auferido. Nassim Nicholas Taleb, no livro *Fooled by randomness*, propõe alguns exemplos interessantes que ajudam na compreensão desta afirmativa.

O exemplo da roleta russa ilustra de forma simples e direta a importância de se levar em consideração os riscos ocultos e o papel da sorte ao se avaliar a performance de alguém.

Taleb pergunta: 1) Você jogaria roleta russa por um prêmio de US\$ 1 milhão? Se você conhecer alguém que ganhou US\$ 1 milhão jogando roleta russa, irá considerá-lo uma pessoa de sucesso? Você consideraria esta pessoa uma sábia tomadora de decisões?

Usando outro exemplo bastante imaginativo, Taleb mostra que tendemos a ver o mundo através da lente do que ele batizou como *survivorship bias*.

Imagine uma situação na qual 1.000 macacos são contratados como gestores de fundos e começam a "tomar decisões" para seus clientes. No primeiro dia de cada ano, os macacos devem escolher entre dois sinais luminosos que representam a direção do mercado na qual eles estarão apostando. Se o macaco apertar a luz verde, o computador assumirá que o "gestor" deseja comprar o principal índice do mercado (o Ibovespa, por exemplo). Se o macaco apertar a luz vermelha, o computador assumirá que o "gestor" deseja vender o principal índice do mercado. No final do primeiro ano, metade dos macacos terá ganho dinheiro e metade perdido. No final do segundo ano, metade da primeira metade permanecerá ganhando dinheiro e assim sucessivamente.

Após dez anos, você terá um macaco com histórico de performance impressionante. Ele terá ganho dinheiro todos os anos, acumulando uma performance espetacular (vide quadro 1).

Quadro 1: Rentabilidade em US\$ do Ibovespa e do fundo hipotético do macaco vencedor, supondo custo transacional igual a zero.

Ano	Ibovespa	Macaco Vencedor
1993		
1994	60%	60%
1995	-14%	14%
1996	53%	53%
1997	35%	35%
1998	-39%	39%
1999	70%	70%
2000	-18%	18%
2001	-25%	25%
2002	-45%	45%
2003	141%	141%
Rentabilidade acumulada (US\$)	139%	4.498%
Rentabilidade anualizada (US\$)	9%	47%

O histórico de performance do macaco vencedor nos diz alguma coisa em relação a sua competência como gestor? Não seria apenas sorte? Você daria seu dinheiro para este macaco administrar?

O ponto é: Um julgamento qualitativo precisa ser feito antes de saltar para a conclusão de que o macaco é um gestor genial. Tão importante quanto os resultados é a forma escolhida para atingi-lo e os reais riscos incorridos.

As pessoas constantemente se iludem por não entenderem as leis da probabilidade. Somos programados para encontrar motivos onde eles não existem. Subestima-se a aleatoriedade dos eventos.

Abaixo são apresentadas duas seqüências de 30 algarismos. Os algarismos são 0 (zero) ou 1 (um). A 1ª seqüência foi gerada aleatoriamente jogando-se uma moeda para o alto. Cara igual a 0, coroa igual a 1. A 2ª seqüência foi gerada por uma pessoa comum, para quem foi pedido que escrevesse de forma aleatória uma seqüência de 30 números que poderiam ser somente 0 ou 1.

Seqüência 1

1 0 0 1 0 1 0 1 1 1 1 1 0 0 1 1 0 0 0 0 0 1 1 0 0 1 1 1 1

Seqüência 2

1 0 0 0 1 1 0 1 0 0 1 0 1 0 1 0 0 1 0 0 1 0 0 1 1 1 0 0 0 1

Impressiona o padrão observado na seqüência gerada pela pessoa comum (Seqüência 2), que nada mais é do que sua percepção do aleatório. Salta aos olhos a

busca por um padrão pela pessoa quando confrontamos o resultado de sua seqüência com a seqüência genuinamente aleatória gerada pelo resultado dos lançamentos da moeda (Seqüência 1).

O resultado da pesquisa está intimamente ligado à dificuldade que temos de aceitar, antever e definir eventos raros. Tal distorção causa frequentemente a precificação equivocada dos ativos de onde surgem belas oportunidades de investimento.

Os exemplos da roleta russa, do macaco ganhador de dinheiro e do aleatório padronizado ilustram como alguns dos impulsos naturais do setor humano atuam sobre nossa percepção de risco e sobre o processo de tomada de decisões. Enxergam-se padrões no caos e escutam-se verdades absolutas em declarações ambíguas dos oráculos modernos.

Tenta-se à exaustão quantificar e modelar a tendência dos eventos se repetirem. Apesar de ferramentas engenhosas terem sido desenvolvidas, muitas questões permanecem sem solução. As rupturas de padrões verificam-se com tamanha freqüência que tornam a administração de riscos tarefa cada vez mais complexa e, paradoxalmente, menos quantificável.

A fascinação provocada pelos dados históricos é poderosa. Entretanto, num mundo caótico, não se pode ser refém de modelos cuja matéria-prima são os dados do passado. O passado não é capaz de informar quando ocorrerá a turbulência no futuro. Guerras, ataques terroristas, eleições e débâcles econômicas provocam bruscas oscilações nos mercados financeiros com freqüência muito maior do que as previstas nos modelos estatísticos. Eventos "inimagináveis" são apontados *a posteriori* como causadores das oscilações imprevistas. Mas eis que surge o paradoxo: Se são eventos inimagináveis, como esperar que os modelos quantitativos de controle de risco os prevejam? Como programar em computadores conceitos que não conseguimos programar em nós mesmos, conceitos que estão além da nossa imaginação?

Em função disso, o foco em variáveis qualitativas, o bom senso e o entendimento das vulnerabilidades humanas merecem enorme destaque nos processos de tomada de decisões e administração de riscos na Investidor Profissional.



## IP-PARTICIPAÇÕES

A variação no valor de mercado das posições do IP-Participações em março foi de 0,10% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de fevereiro de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 858% em dólares, rentabilidade média de 23% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 13% ao ano em dólares e o CDI, de 16% ao ano em dólares.

### RESULTADO DO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2004

O IP-Participações encerrou o primeiro trimestre de 2004 com valorização de 2,00%.

A rentabilidade do trimestre foi distribuída entre as parcelas da carteira do Fundo da seguinte forma:

	Contribuição para performance*	Exposição média na carteira	Performance estimada da parcela
Longo Prazo	2,4%	73%	3,2%
Giro	-0,7%	17%	-4,0%
Renda Fixa	0,3%	10%	2,9%
Total	2,0%	100%	

\* Para simplificar o cálculo, as despesas do Fundo são alocadas proporcionalmente a performance de cada parcela da carteira.

A rentabilidade positiva no primeiro trimestre de 2004 teve como principal influência a performance das ações preferenciais de Perdigão e ordinárias de Ambev, que registraram altas de 24% e 48% respectivamente. Contribuíram negativamente para a performance do Fundo as quedas de 21% e 36%, das ações preferenciais de Ambev e Globex.

Ao longo do primeiro trimestre de 2004, a parcela de longo prazo do Fundo foi aumentada de 72% para 76% da carteira, tendo como contrapartida redução da parcela de giro de 15% para 14% da carteira, e, da posição em caixa de 13% para 10% da carteira.

### PERDIGÃO

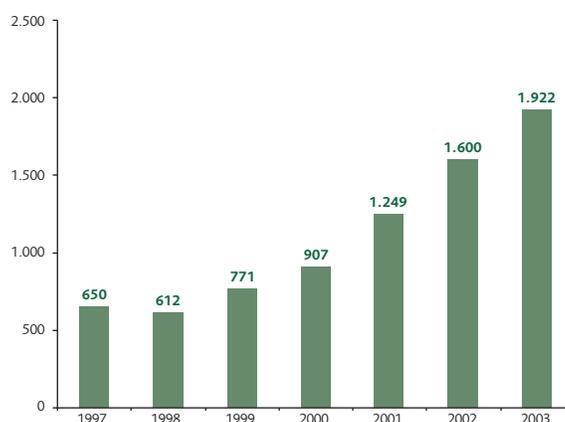
Apesar de acompanharmos formalmente a Perdigão desde 1995, quando os fundos de pensão assumiram seu controle, foi no primeiro semestre de 2003 que efetivamente compramos uma participação relevante nesta empresa.

Perdigão e o setor de alimentos no Brasil passaram por transformações extremamente positivas ao longo dos últimos anos.

A desvalorização do Real permitiu que os produtores brasileiros ampliassem suas vantagens competitivas em custos. Nestes anos pós-desvalorização, as empresas

brasileiras ganharam mercado e aumentaram fortemente a produção. Com o menor custo de produção de frango no mundo, o Brasil praticamente triplicou suas exportações desde 1997. Em 2003, ultrapassou pela primeira vez os Estados Unidos como o maior exportador de frango (em faturamento) do mundo.

### Exportação Mundial de Carne de Frangos (em mil toneladas)

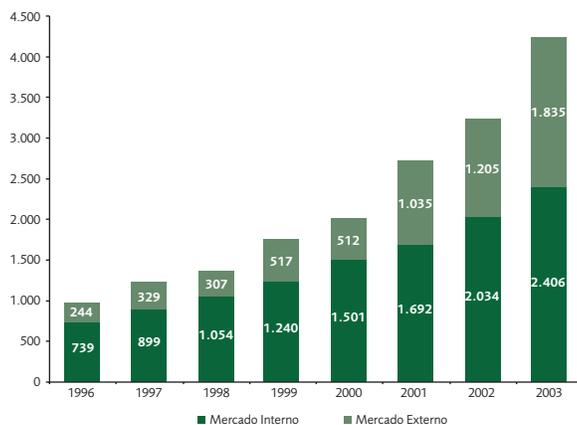


As vantagens competitivas brasileiras são enormes. Os insumos mais relevantes na produção de frangos são os utilizados na produção da ração, isto é, soja e milho. Essas duas matérias-primas são abundantes no Brasil e, como *commodities* de baixo valor, tornam o frete extremamente relevante na formação do preço final. A localização das plantas próximas às áreas de plantação também é outra grande vantagem. Além disso, a mão-de-obra é relevante na produção de corte de frango. A combinação destes fatores garante ao Brasil forte vantagem competitiva.

Com tudo isso, a empresa vem ganhando relevância no mercado externo e tem apresentado fortes taxas de crescimento. Como pode ser observado no gráfico abaixo, o mercado externo foi o grande impulsionador do crescimento da companhia nos últimos anos.

As exportações, que representavam apenas 24% das receitas da companhia em 1996, originaram 42% das receitas em 2003.

### Perdigão - Evolução Receita Líquida (em R\$ Milhões)



O desempenho no mercado interno também foi excelente. Apesar da desfavorável situação econômica no período, Perdigão conseguiu apresentar excelentes resultados, crescendo 18% ao ano. O crescimento no mercado interno foi derivado do enobrecimento do *mix* de faturamento em função do aumento da participação dos produtos industrializados e processados.

Perdigão aproveitou as diversas oportunidades que surgiram ao longo dos últimos anos para construir um negócio de grande valor estratégico. A empresa possui uma plataforma de exportação com os custos mais competitivos do mundo, o que a torna atrativa para qualquer *player* que ambicione ser relevante no mercado mundial de proteína animal. Além disso, atua no mercado interno com uma das marcas mais valiosas do setor de alimentos brasileiro.

Perdigão tornou-se posição relevante do IP-Participações no início de 2003. A volatilidade de curto prazo dos resultados da empresa, característica intrínseca ao setor, abriu a janela de oportunidade aguardada pelo Fundo.

A despeito da evolução positiva de seus fundamentos econômicos e societários (foi concedido no segundo semestre de 2002 direito de *tag-along* para os preferencialistas de Perdigão) nos últimos anos, o preço das ações encontrava-se deprimido em função dos fracos resultados de curto prazo apresentados.

Volatilidade de resultados é algo absolutamente normal no setor de alimentos. É fundamental entender a

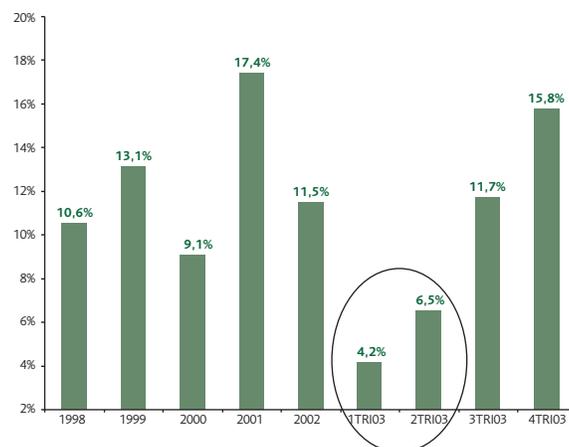
natureza dessa volatilidade para se aproveitar da visão distorcida do mercado.

O ciclo do setor de alimentos é curto. A decisão de plantio dos grãos se dá anualmente e deriva, em parte, da demanda do ano anterior. Um ano excelente antecipa em geral acréscimo significativo da área plantada, e conseqüentemente da oferta de grãos. É algo que pressiona evidentemente os preços para baixo. Com exportações de frangos e suínos, a dinâmica é muito parecida.

A característica cíclica do setor de alimentos deprime por vezes a rentabilidade da empresa, o que costuma ser interpretado como algo permanente pela "Miopia de Curto Prazo" do mercado.

Nos dois primeiros trimestres do ano passado, a companhia apresentou resultados ruins em função do momento adverso do ciclo. Os custos, representados pelos grãos (milho e soja), atingiram preços historicamente altos. Por trabalhar com ciclo de produção relativamente longo, Perdigão acabou por vender produtos com taxa de câmbio sensivelmente inferior àquela vigente no momento da compra dos insumos. Situação atípica e não recorrente. No gráfico abaixo, verifica-se o impacto sobre a Margem EBITDA.

### Margem EBITDA



O foco do IP-Participações é analisar o patamar de rentabilidade normalizado (média entre um vale e um pico de rentabilidade) de longo prazo das empresas. Naquele momento a "Miopia de Curto Prazo" do mercado levou o preço das ações de Perdigão a níveis que embutiam a perspectiva de que aquela situação transitória seria algo permanente.

Grande parte das ações foi adquirida a um preço de mercado que embutia uma Margem EBITDA implícita de longo prazo de cerca de 7%. Sensivelmente inferior à apresentada no vale do ciclo de 2000.

Apesar da valorização da ação nos últimos meses, a empresa continua negociando com um desconto significativo em relação ao seu valor justo.

O preço atual de mercado embute Margem EBITDA implícita de longo prazo de cerca de 9%. Continua inferior àquela verificada no vale do ciclo de 2000, e sensivelmente inferior a média dos últimos seis anos, que se encontra atualmente em 12%. Sendo esta comparação fortemente conservadora, uma vez que a companhia mudou de patamar de rentabilidade nos últimos anos em função do forte crescimento no mercado externo, do enobrecimento do *mix* no mercado interno e com o término da construção da planta de Rio Verde (Goiás).

A finalização dos investimentos em Rio Verde cria grandes vantagens. Nos próximos anos a empresa terá pouca necessidade de novos investimentos, o que vai permitir forte geração de caixa livre. Soma-se a isto o fato de que os custos de produção de Rio Verde, agora um projeto maduro, são sensivelmente inferiores aos das outras plantas, além de contar com relevantes incentivos fiscais.

As perspectivas de resultado para 2004 são excelentes. A eclosão da Gripe Asiática modificou o equilíbrio entre oferta e demanda nos mercados mundiais. Os preços de exportação estão nas máximas históricas nos primeiros meses de 2004, e devem continuar assim ainda por alguns meses. Mais importante do que a excelente performance esperada para 2004 é o fato de parte dos ganhos advindos da gripe asiática serem ganhos permanentes para a empresa. Os produtores brasileiros aproveitaram a oportunidade para abrir novos mercados, ganhar mercado em países onde sua presença era tímida e tornar-se referência de preços em países com fortes volumes de importação. Estes fatos tendem a impactar positivamente as margens de longo prazo da companhia.

O risco da gripe chegar ao Brasil é muito reduzido. Aspectos geográficos beneficiam nosso País. Temos estudado o assunto e avaliamos que, embora não seja impossível, o risco de contaminação é muito baixo. O balanço de riscos e oportunidades gerado pela gripe asiática nos parece muito favorável às empresas brasileiras.

Perdigão nos confere forte margem de segurança em função de tratar-se de empresa de qualidade, bem administrada, com segurança societária, valor estratégico e, principalmente, negociando a um preço atraente.

## AMBEV

O anúncio do acordo entre a Ambev e a cervejaria Belga Interbrew foi um novo marco no mercado de capitais brasileiro. Não pelas discussões societárias, que são uma constante, mas por sua dimensão. Uma operação deste tamanho, envolvendo diversos investidores nacionais e estrangeiros, ajuda a modificar a percepção de todos no que se refere a riscos societários.

A negociação evidenciou a diferença de tratamento entre acionistas controladores e minoritários permitida pela lei brasileira, bem como em relação às classes de acionistas preferenciais e ordinários.

A operação realizada envolveu complexa engenharia financeira e societária. Os eventos podem ser divididos em duas etapas.

Na primeira etapa, os sócios da Braco, *holding* dos ex-sócios do Banco Garantia, transferem para a Interbrew suas ações ordinárias, que representam 53% do capital votante (ON's) e 22% do capital total da Ambev. Em troca, a Braco recebe participação, através de uma *holding*, equivalente a 25% do capital total da Interbrew.

Desta forma, os controladores trocaram 22% da Ambev por 25% da Interbrew, terceira maior cervejaria do mundo, com geração operacional de caixa 70% maior que a da Ambev e exposição a países com riscos sensivelmente inferiores ao Brasil. O preço em que as ações da Braco serão trocadas por Interbrew representa um prêmio de cerca de 100% em relação ao preço em que as ações ordinárias da Ambev eram negociadas antes do anúncio da operação.

Os acionistas ordinários minoritários beneficiaram-se do excelente negócio realizado pelo grupo controlador por contarem com o direito de *tag-along* a 80% do valor recebido pelos controladores.

Mas nem todos acionistas ficaram felizes. Na segunda parte da operação, a Ambev emitirá ações ordinárias e preferenciais para a Interbrew em troca do controle de 100% da canadense Labatt. A grande discussão se refere ao preço desta aquisição.

A Ambev deverá pagar a Interbrew uma soma equivalente a 11,4 vezes o EBITDA (geração de recursos operacionais) de 2003 pelos negócios da cervejaria belga na América do Norte, diluindo, ao menos no curto prazo, os acionistas minoritários da Ambev. A diluição ocorre já que Ambev negociava com um múltiplo equivalente a 10,0 vezes o EBITDA de 2003 antes de comprar a Labatt.

Ainda é muito cedo para assumir que a perda dos preferencialistas é permanente. A operação é complexa e os ganhos ainda não podem ser eficientemente avaliados. De fato, a compra da Labatt parece ter sido cara em um primeiro momento, mas olhando numa perspectiva de longo prazo, a aquisição da Labatt pode ser interessante, fortalecendo a posição da Ambev para consolidar o mercado das Américas. Além disso, a companhia passa a ter um terço da sua receita em moeda forte, diminui seu custo de captação e pode gerar forte ganho com a captura de sinergias entre as empresas. A companhia também divulgou alguns números referentes a economias fiscais e financeiras relevantes.

O mercado recebeu a operação de forma bastante negativa. As ações preferenciais caíram cerca de 30% logo após o anúncio. Ficou a impressão de que os minoritários da Ambev arcaram com a conta do sobrepreço pago aos controladores. O prêmio de controle pago à Braco pode ter saído do bolso dos acionistas minoritários da Ambev, que pagou teoricamente a mais pela Labatt.

Nossa história como acionistas de Ambev é recente. Fomos acionistas logo após a fusão da Brahma e Antarctica, mas realizamos a posição em seguida à aprovação do Cade no segundo semestre de 2000. Desde então, acompanhamos a companhia de perto, admirávamos a qualidade do negócio e, principalmente, a forma como a companhia era administrada. No entanto, por negociar muito próxima do valor que considerávamos justo, preferimos não investir na empresa.

No segundo semestre de 2003, as ações da companhia começaram a negociar a um preço interessante. Eventos que, na nossa opinião, não eram sustentáveis a longo prazo, diminuíram a rentabilidade de curto prazo da empresa. Dentre eles destaca-se: 1) Agressiva campanha da Nova Schin (em preço e marketing); 2) Queda do volume de cerveja vendido no Brasil, consequência da situação econômica e da baixa temperatura deste verão.

A queda de rentabilidade de curto prazo deprimiu o preço das ações da Ambev. Começamos então a adquirir uma participação na empresa. Primeiramente em ações ordinárias, que por possuírem *tag-along*, garantiam forte alinhamento de interesses com o grupo de controle. No entanto, com a continuação da perda de *market-share* (que continuávamos considerando evento não recorrente) e visando aproveitar mais rapidamente a oportunidade, começamos a aumentar a posição através de ações preferenciais por possuírem liquidez significativamente maior.

Quando a operação foi anunciada, nossa posição era dividida entre ordinárias e preferenciais. Como explicado acima, as ações ordinárias de Ambev apresentaram forte valorização, ao passo que as ações preferenciais sofreram forte queda.

Vendemos nossas ações ordinárias logo após o anúncio, dado que o preço das ações rapidamente convergiu para a relação de troca proposta. A partir daquele momento, se continuássemos comprados, estaríamos posicionados em um ativo que não representaria mais a Ambev. Estaríamos dependendo das oscilações de Interbrew, ativo este que ainda não conhecemos.

Quanto a nossa posição em preferenciais, optamos por esperar. A operação é bastante complexa, e impacta significativamente a empresa. A princípio, acreditamos que o mercado avaliou agressivamente os aspectos negativos da operação. Continuamos procurando entender os valores envolvidos, as potenciais sinergias e, principalmente, o alinhamento de interesses futuro. Por enquanto, continuamos com o investimento nas preferenciais de Ambev.

O caso Ambev reforça a percepção de que uma melhor Lei das S.A ajuda, mas não resolve a vida dos acionistas minoritários. A segurança que o minoritário busca é conseguida através do alinhamento de interesses com o *decision maker*. Comprar ações ordinárias ou preferenciais com *tag-along* são um passo importantíssimo nessa direção.

O positivo é que ganha força no mercado de capitais brasileiro um processo pró-ativo em que as empresas têm se estimulado a adotar as melhores práticas de governança a partir de uma exigência natural dos investidores. Torna-se cada vez mais claro o conceito de que mecanismos de alinhamento de interesses

liberaram valor, pois com maior certeza de que todos usufruirão lucros ou retornos, acionistas minoritários podem reduzir ou eliminar o desconto que atribuem ao risco societário. Com isso, o preço da ação tende a convergir para o valor dos negócios da empresa.

É importante registrar nosso otimismo com as evoluções ocorridas. As últimas emissões primárias ocorridas no mercado brasileiro foram realizadas ou no Nível 2 ou no Novo Mercado da Bovespa.

Algumas companhias de capital fechado que estudam a possibilidade de abrir o capital há algum tempo acompanham a evolução do tema Governança Corporativa e já anunciaram a intenção de abrir seu capital no Novo Mercado da Bovespa.

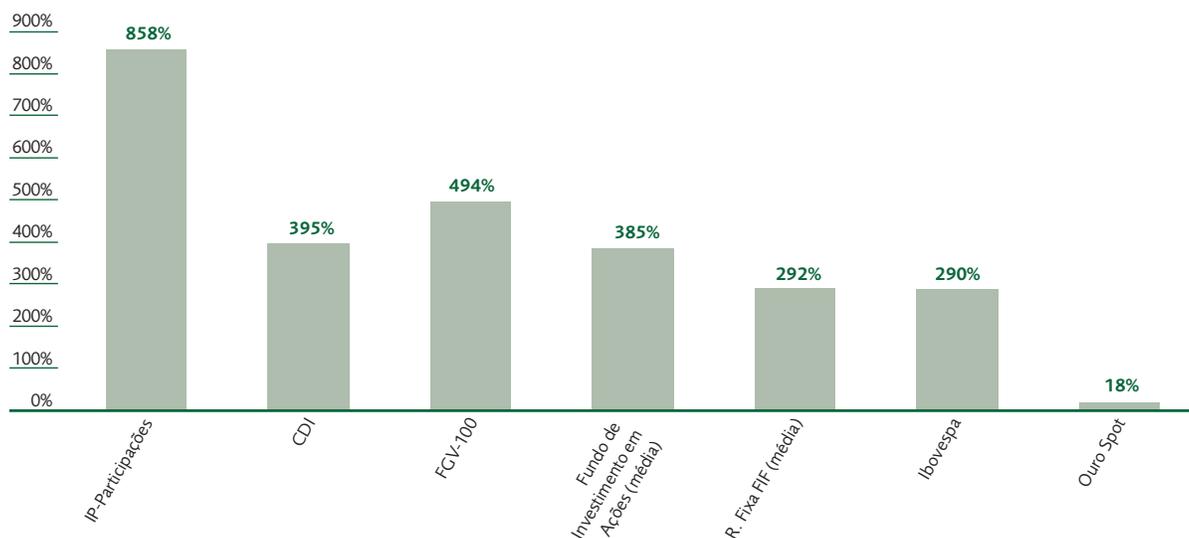
O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de Governança Corporativa e *disclosure* adicionais ao que é exigido pela legislação. Entre as principais obrigações está o fato de que as ações preferenciais ficam proibidas, isto é, toda companhia pertencente ao Novo Mercado precisa obrigatoriamente possuir apenas ações ordinárias em sua composição acionária.

A Investidor Profissional sempre foi pró-ativa no desenvolvimento e disseminação destes mecanismos. Seja por acreditar na necessidade destas práticas para fortalecer o mercado de capitais brasileiro, como para proteger seus interesses de acionista minoritária.

Esta postura se reflete na composição de nossas carteiras. Enquanto no Ibovespa o percentual de empresas com *tag-along* representa cerca de 25% do índice, na carteira do IP-Participações 75% do patrimônio está investido em empresas com *tag-along*.

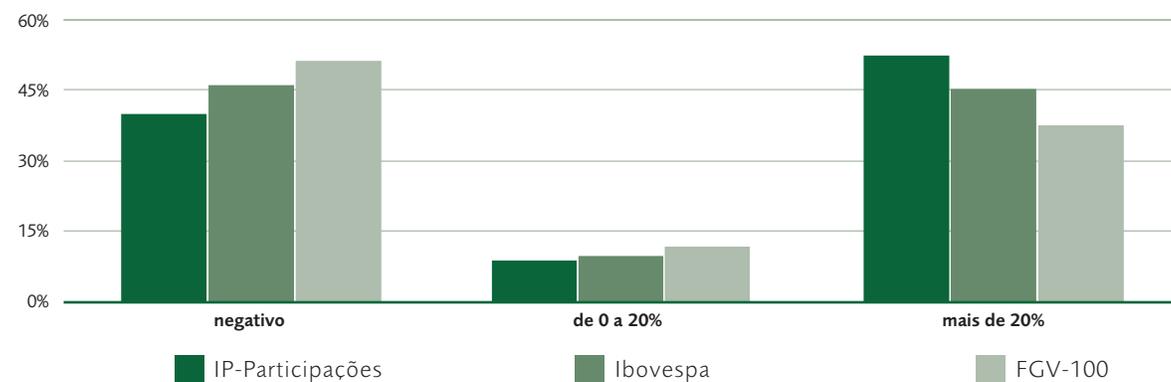
## Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93\* até 31/03/04)



## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de Retornos Anuais ("trailing" diário de 26/02/93\* até 31/03/04)



Período	Rentabilidade em US\$ com			Rentabilidade em R\$		
	IP-Participações (**)	Ibovespa	FGV-100	IP-Participações (**)	Ibovespa	FGV-100
1993 (*)	51,00%	63,95%	35,10%	-	-	-
1994	142,50%	51,45%	165,20%	-	-	-
1995	3,30%	-9,50%	-35,10%	18,79%	0,84%	-25,60%
1996	36,00%	53,20%	6,70%	45,32%	60,98%	13,98%
1997	-10,80%	34,47%	-4,08%	-4,20%	44,43%	3,03%
1998	-25,50%	-38,42%	-31,49%	-19,39%	-33,35%	-25,85%
1999	105,70%	69,49%	116,53%	204,39%	150,95%	220,49%
2000	2,86%	-18,08%	-2,65%	12,45%	-10,47%	6,42%
2001	-6,95%	-23,98%	-8,80%	10,39%	-9,79%	8,17%
2002	-28,41%	-46,01%	-24,15%	9,01%	-17,80%	15,49%
2003	96,42%	141,04%	145,27%	60,62%	97,10%	100,56%
2004	1,32%	-1,40%	2,08%	2,00%	-0,74%	2,76%
Março - 04	0,28%	2,20%	0,70%	0,10%	2,02%	0,52%
Desde 26/02/93 (*)(**)	858,23%	286,15%	494,32%	-	-	-
Retorno anualizado (*)	22,82%	13,07%	17,60%	-	-	-
Volatilidade histórica (***)	25,07%	43,58%	29,50%	-	-	-

(\*) Início do Fundo

(\*\*) A rentabilidade do Fundo é líquida das taxas de performance e administração

(\*\*\*) Indicador estatístico que quantifica riscos. Quanto mais elevado, maior o risco.

É calculado com base no desvio padrão das séries históricas desde 26/02/93.

(Fontes: Anbid, Bovespa e FGV)

Valor da Quota em 31/03/04

R\$ 4,861950

USD 1,671577

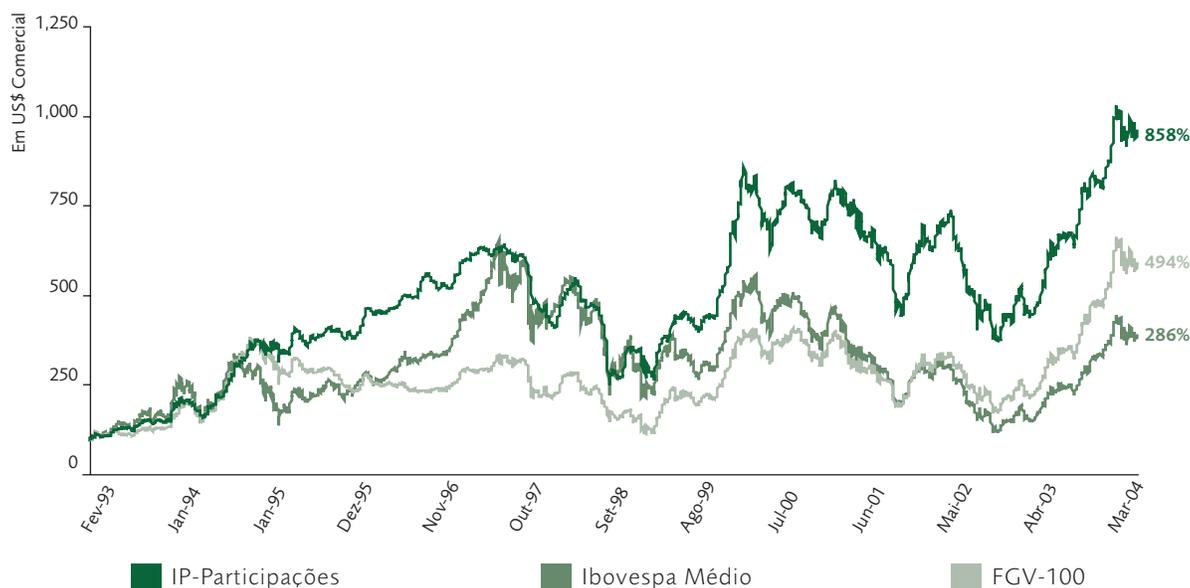
Patrimônio Líquido (mil)

R\$ 120.980

USD 41.594

## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade Acumulada (US\$) de 26/02/93\* a 31/03/04



(\*) Início da Gestão pela Investidor Profissional (Fontes: Anbid, Bovespa e FGV)

## INFORMAÇÕES

### Aplicação

**Mínimo Inicial:** R\$ 100.000

**Mínimo Adicional:** R\$ 20.000

Aplicações inferiores a R\$ 100.000 poderão ser efetuadas através de outras instituições financeiras especializadas e credenciadas, que distribuem o IP-Participações sem qualquer custo adicional para o cliente. Favor consultar-nos para maiores informações.

**Quota de Aplicação:** 1 dia útil após a disponibilidade dos recursos.

**Horário de Movimentação:** As aplicações devem ser informadas impreterivelmente até às 14:00h.

**Conta do Fundo (Para TED ou depósito em cheque):**

**Banco Itaú (341) Agência 2001 - Private Bank C/C 09317-4**  
**Favorecido: IP-Participações Fundo de Investimento em Ações**  
**CNPJ: 29.544.764/0001-20**

### Resgate

**Mínimo:** R\$ 20.000

**Saldo Mínimo Remanescente:** R\$ 100.000

**Quota de Resgate:** 1 dia útil após a solicitação.

**Horário de Movimentação:** Os resgates devem ser informados impreterivelmente até às 14:00h.

**Prazo de Liquidação:** 4 dias úteis após a solicitação.

**Liquidez:** Diária.

### Taxas

**Taxa de Administração:** 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.

**Taxa de Performance:** 15% sobre o ganho que exceder a variação do IGP-M, com "marca d'água".

As taxas são calculadas diariamente e pagas mensalmente.

**Imposto de Renda:** 20% sobre os ganhos nominais, recolhido a cada resgate.

**Extratos e Relatórios:** Mensalmente o quotista recebe extrato de sua posição, além do Relatório de Gestão elaborado pela gestora.

### Divulgação do Valor da Quota

Diariamente no caderno Finanças do Valor Econômico, no ranking dos Fundos de Ações outros, também disponível pelo Disque-quotas: tel. (21) 2104-0560, ou pelo site [www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br).

### Departamento de Atendimento

Dúvidas, reclamações e sugestões sobre a administração da carteira do Fundo, favor entrar em contato com:

#### Investidor Profissional

Av. Ataulfo de Paiva 255 / 9º andar Leblon 22440 032 RJ

Tel: (55 21) 2104 0506 Fax: (55 21) 2104 0561

[www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br)

[faleconosco@investidorprofissional.com.br](mailto:faleconosco@investidorprofissional.com.br)

Este Fundo é distribuído por:



**Mellon**

Mellon Brascan

Este Fundo é auditado por:

**PRICEWATERHOUSECOOPERS**

Este Fundo é custodiado por:

**Banco Itaú S.A.**

**Itaú**



## IP-EQUITY HEDGE

O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 1,06% no mês de março. No primeiro trimestre de 2004, o Fundo acumulou valorização de 3,80%, ou 101% do CDI. Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, o Fundo acumula valorização de 20,22%, ou 145% do CDI.

### INTRODUÇÃO

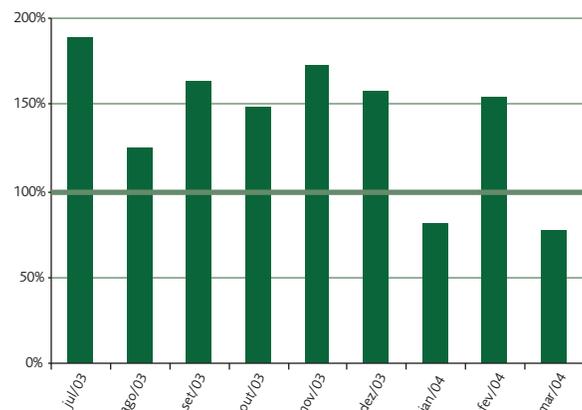
A volatilidade do mercado aumentou significativamente no primeiro trimestre de 2004 em relação ao segundo semestre de 2003. A principal consequência para a indústria de hedge funds foi uma queda (para níveis mais recorrentes no médio/longo prazo) no índice de superação mensal do CDI.

O ocorrido não deve ser encarado como atípico. Muito pelo contrário. O primeiro trimestre de 2004 reflete melhor a realidade do mercado do que o período julho-dezembro de 2003.

O IP-Equity Hedge também experimentou maior volatilidade de resultados mensais, conforme antecipado no último relatório trimestral (vide gráfico abaixo). Esta volatilidade é encarada com naturalidade, tendo em vista a filosofia de investimento do Fundo.

Explica-se: O compromisso do Fundo é de superar significativamente o CDI em períodos de 12 meses, sem incorrer em riscos estruturais relevantes (baixa alavancagem). Em função do foco em resultados anuais, operações contrárias aos movimentos de mercado são comumente realizadas. Esta característica *contrarian* tem como decorrência a apuração eventual de perdas no curto/curtíssimo prazo, o que pode comprometer o resultado mensal. Por esta razão, reforça-se que o produto é indicado a investidores dispostos a permanecer no Fundo por períodos nunca inferiores a 1 ano.

### Performance Mensal (% CDI)



Ao longo do trimestre, o nível de exposição bruta<sup>1</sup> do Fundo superou a média verificada no segundo semestre de 2003. Mas permaneceu aquém dos limites operacionais e ao praticado pela concorrência. Reforça-se mais uma vez que a baixa alavancagem é consequência da estratégia de explorar grandes distorções por meio de posições relativamente pequenas.

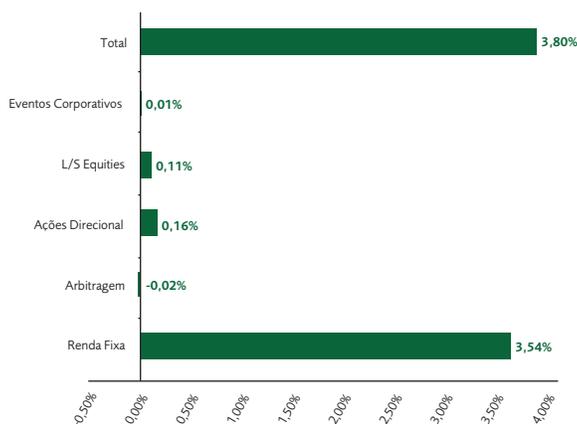
### DESEMPENHO / RESULTADOS

O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 1,06% no mês de março. No primeiro trimestre de 2004, o Fundo acumulou valorização de 3,80%, ou 101% do CDI.

Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, o Fundo acumula valorização de 20,22%, ou 145% do CDI.

No trimestre, o Fundo não apresentou contribuições significativas em nenhuma das estratégias (vide gráfico abaixo)

### Retorno por Estratégia (no trimestre)



No trimestre, a principal contribuição positiva foi originada na seguinte operação:

Posição comprada em Perdigão (PRGA4) e vendida em Sadia (SDIA4)

O racional da operação segue descrito a seguir.

<sup>1</sup> Somatório em módulo das posições compradas e vendidas do Fundo.

## Posição comprada em Perdigão e vendida em Sadia.

Exposição Média do Fundo: 4,0%

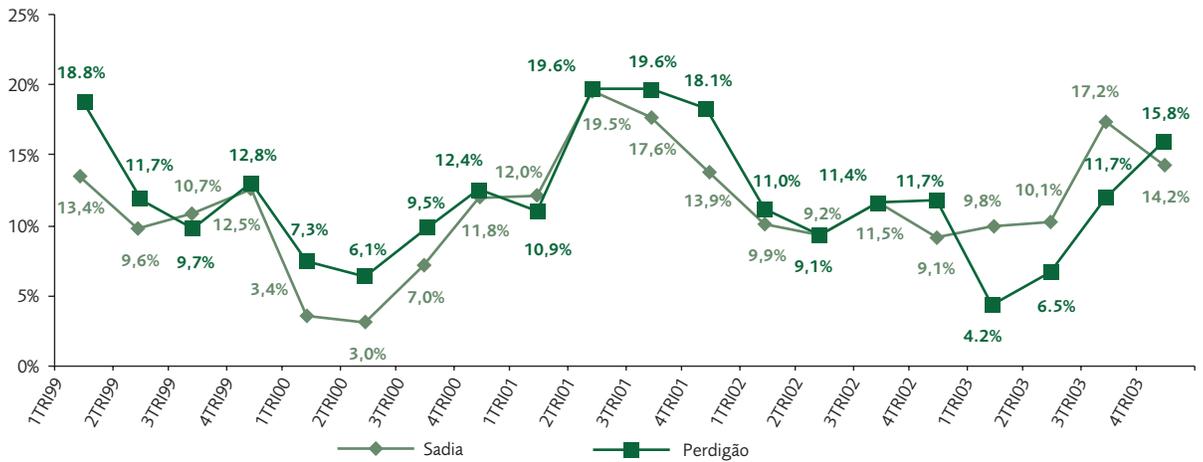
Abaixo, transcrevemos o racional de investimento assim como apresentado no último relatório trimestral:

"Perdigão havia apresentado resultados operacionais significativamente inferiores aos de Sadia nos três trimestres anteriores à montagem da operação. Uma razão para o *gap* foi a compra de insumos a custos muito elevados realizada pela Perdigão - insumos já quase totalmente consumidos. Com o fim do estoque

"caro" da Perdigão, a tendência é de redução do *gap* de resultados e, por sua vez, do *gap* de *valuation* entre as duas empresas. Outro limitador ao avanço da ação de Perdigão era o nível de alavancagem, que deve apresentar acentuada redução nos próximos trimestres."

De fato, o cenário vislumbrado na montagem da operação já começa a se configurar, conforme pode ser observado no gráfico abaixo, onde são comparadas as margens operacionais das duas empresas. A consequência direta foi uma apreciação do valor da ação de Perdigão frente a Sadia.

## Comparação Margem EBITDA



Acredita-se na continuidade do movimento de valorização das ações de Perdigão em comparação com as de Sadia por três principais motivos:

1. Forte geração de caixa de Perdigão nos próximos trimestres, com redução significativa da alavancagem
2. Perdigão negocia hoje com desconto em relação a seu valor justo, muito superior ao de Sadia
3. Perdigão dispõe de muito maior conforto societário do que Sadia, em função do direito de *tag-along* em suas ações preferenciais

Foi também registrado no período a primeira contribuição negativa significativa para o resultado do Fundo:

## Posição comprada em Ambev (AMBV4) e vendida em Souza Cruz (CRUZ3)

Exposição Média do Fundo: 4,0%

Racional do investimento:

Apesar de aparentemente não comparáveis, as duas companhias exibem uma série de características comuns.

Entendeu-se que estas características limitavam a exposição da operação a fatores externos.

Dentre as características comuns, é possível citar:

- Foco no setor de consumo
- Posições competitivas invejáveis
- Excelentes retornos
- Benefícios evidentes e relevantes em cenário de crescimento econômico
- *Management* muito acima da média
- Razoável alinhamento de interesses (executivos da Ambev "comprados" em ações preferenciais da companhia e forte distribuição de dividendos por parte de Souza Cruz)

Em relação aos fatores de risco, tanto Ambev quanto Souza Cruz apresentam fragilidades em aspectos de ordem tributária (especialmente Souza Cruz).

Uma vez isolados os fatores exógenos, dada a razoável comparabilidade das ações, montou-se a operação com o objetivo de tirar proveito de distorção relevante entre preço de mercado e valor justo das companhias.

Ambev sempre foi negociada acima do valor justo<sup>2</sup>. Em tempos recentes, dois acontecimentos afetaram negativamente o valor das ações. Primeiro, a campanha publicitária bem-sucedida de um concorrente. Segundo, a mudança circunstancial do ambiente competitivo. Em função disto, a empresa passou a ser negociada significativamente abaixo do valor justo, o que motivou a montagem de posição comprada em ações preferenciais.

Souza Cruz, por sua vez, sempre negociou abaixo do valor justo em função das perspectivas do setor de cigarros como um todo, além dos riscos regulatórios e judiciais. A empresa opera com estoque muito longo, o que ocasiona um *lag* na pressão de custos. Com a desvalorização cambial, os custos não acompanharam aumento de receitas, ocasionando resultados no segmento de tabaco não sustentáveis no ano de 2002 e no primeiro semestre de 2003. Com o fim do estoque "barato", esperava-se resultado menos expressivo para o segundo semestre de 2003. O cenário serviria como catalisador para o retorno do preço da ação a níveis mais próximos do valor justo. Montou-se então posição vendida nas ações da companhia.

Evolução:

Em março foi anunciada a fusão entre Ambev e Interbrew. A operação envolveu uma engenharia financeira complexa. Ela está detalhada no relatório do IP-Participações. Na prática, os controladores da Ambev trocaram 22% da Ambev por 25% da Interbrew. Esta última ostenta geração de caixa 70% superior à de Ambev, e uma exposição a países com riscos sensivelmente inferiores ao Brasil. O negócio foi excelente para o grupo de controle, assim como para os acionistas ordinários (com direito a *tag-along*). Em contrapartida, Ambev emitiu ações ordinárias e preferenciais para adquirir da Interbrew 100% do controle da cervejaria canadense Labatt, a um preço de 11,4 vezes o EBITDA de 2003.

O procedimento explica por que as ações ordinárias de Ambev apresentaram acentuada valorização, enquanto as preferenciais sofreram forte queda.

No momento em que os rumores da fusão ganharam força, decidiu-se trocar parte das ações preferenciais de Ambev por ordinárias, a fim de assegurar maior alinhamento de interesses com os controladores. O impacto do desdobramento, que ocasionou perdas elevadas de curto prazo aos preferencialistas, foi minimizado com a troca de parte da posição.

Imediatamente após a fusão, decidiu-se reduzir 1/3 da posição. A decisão deveu-se à mudança parcial de fundamentos, principalmente no que diz respeito a riscos societários.

Na semana seguinte, verificou-se fenômeno comum em circunstâncias de mudança radical de fundamentos. Foi o chamado "*overshooting*", onde a queda das ações preferenciais superou a "queda justa" diante da mudança de fundamentos. Neste momento, apresentou-se uma oportunidade de compra interessante e aumentamos nossa posição em Ambev PN.

A gestão ativa da posição no curto período reduziu significativamente a perda. Os números abaixo são esclarecedores.

Contribuição negativa estimada com a gestão passiva da posição: 1,4%

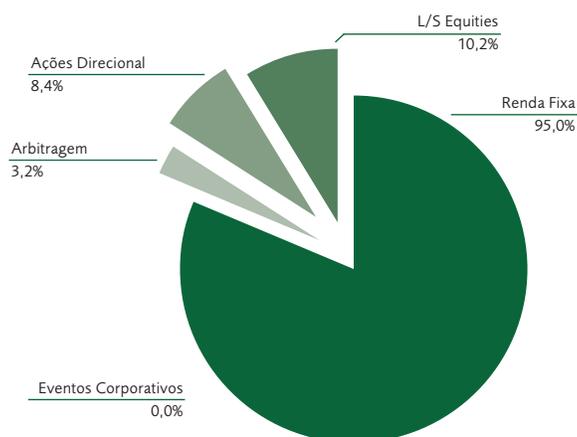
Contribuição negativa verificada em função da gestão ativa da posição: 0,4%

## EXPOSIÇÃO / RISCO

Ao longo do trimestre, a exposição do Fundo foi gradualmente aumentada - aumento proporcional à distorção entre preço de mercado e valor justo de um maior número de ativos no período.

Apesar do aumento, o nível de exposição ainda é relativamente baixo (vide gráfico abaixo).

### Exposição do Fundo em 31/03/2004

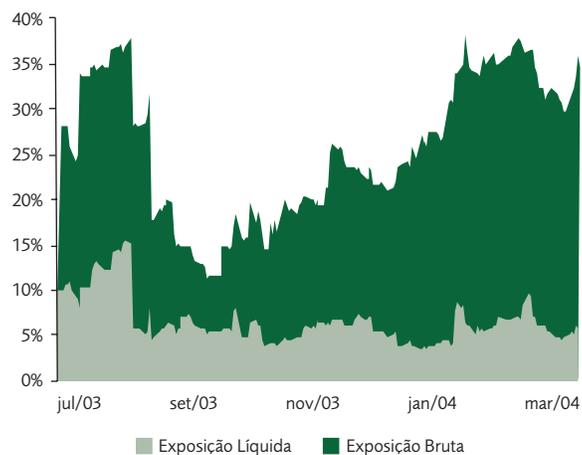


<sup>2</sup> Medido pelo Fluxo de Caixa Descontado da empresa, sem considerar o valor das "real options" embutidas.

Conforme ressaltado no relatório de lançamento, o objetivo do Fundo é estar entre as alternativas de investimento com melhor relação risco-retorno em períodos de 1 ano.

Ao longo do trimestre, o nível de exposição superou a média apurada no segundo semestre de 2003. Ao final do trimestre, a exposição bruta era de 33,8% e a exposição líquida, de 3,8% (vide gráfico abaixo).

### Exposição Total (desde o início do Fundo)



Rupturas ocorrem com freqüência em países em desenvolvimento. É impossível determinar quando isso vai acontecer. A imprevisibilidade torna fundamental manter reduzidos os níveis de alavancagem. Só assim está garantida uma travessia tranqüila por momentos críticos, sem o comprometimento do patrimônio do fundo.

Ou seja, o risco estrutural permanecerá pequeno - característica que confere, por certo, grande tranqüilidade e conforto a gestores e quotistas.

Rentabilidade (R\$)	IP-Equity Hedge FIF	CDI	% CDI	PL (R\$ mil)
Março 04	1,06%	1,37%	77%	28.950
Fevereiro 04	1,67%	1,08%	155%	22.375
Janeiro 04	1,03%	1,26%	81%	20.093
Dezembro 03	2,04%	1,37%	150%	12.829
Novembro 03	2,32%	1,34%	173%	9.951
Outubro 03	2,41%	1,63%	147%	6.563
Setembro 03	2,71%	1,67%	162%	2.739
Agosto 03	2,19%	1,76%	124%	1.210
Julho 03 (*)	3,21%	1,61%	199%	632
2004 (YTD) (**)	3,80%	3,76%	101%	28.950
2003 (*)	15,82%	9,76%	162%	12.829
Desde 07/07/2003 (*)	20,22%	13,89%	146%	28.950

(\*) Início do Fundo em 07/07/03  
Valor da Quota: R\$ 120,222750

(\*\*) Até 01 de Abril  
Média PL nos últimos 9 meses (mil): R\$ 8.488

## INFORMAÇÕES

### Aplicação

Mínimo Inicial: R\$ 100.000

Mínimo Adicional: R\$ 20.000

**Quota de Aplicação:** 1 dia útil após a disponibilidade dos recursos.

**Horário de Movimentação:** As aplicações devem ser informadas impreterivelmente até às 14:00h.

**Conta do Fundo (Para TED ou depósito em cheque):**

Banco Itaú (341) Agência 2001 - Private Bank C/C 12032-4

Favorecido: IP-Equity Hedge Fundo de Investimento Financeiro

CNPJ: 05.728.069/0001-50

### Resgate

Mínimo: R\$ 20.000

Saldo Mínimo Remanescente: R\$ 100.000

**Quota de Resgate:** 3 dias úteis após a solicitação.

**Horário de Movimentação:** Os resgates devem ser informados impreterivelmente até às 14:00h.

**Prazo de Liquidação:** 4 dias úteis após a solicitação.

**Liquidez:** Diária, com taxa de saída de 5% sobre o valor bruto resgatado.

**Resgate Programado:** Os resgates solicitados até o dia 10 de cada mês serão pagos no último dia útil do referido mês, utilizando-se a quota do dia útil imediatamente anterior. Os resgates programados são isentos da taxa de saída.

### Taxas

**Taxa de Administração:** 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.

**Taxa de Performance:** 20% sobre o ganho que exceder a variação do CDI, com "marca d'água".

As Taxas de Administração e de Performance são calculadas diariamente e pagas mensalmente.

**Taxa de Saída:** 5% sobre o valor bruto resgatado, em benefício do Fundo. Os resgates programados são isentos da Taxa de Saída.

**Imposto de Renda:** 20% sobre os ganhos nominais, calculado e recolhido mesalmente ou no resgate.

**Extratos e Relatórios:** Mensalmente o quotista recebe extrato de sua posição, além do Relatório de Gestão elaborado pelo administrador da carteira.

### Departamento de Atendimento

Dúvidas, reclamações e sugestões sobre a administração da carteira do Fundo, favor entrar em contato com:

#### Investidor Profissional

Av. Ataulfo de Paiva 255 / 9º andar

Leblon 22440 032 RJ

Tel: (55 21) 2104 0506

Fax: (55 21) 2104 2561

www.investidorprofissional.com.br

faleconosco@investidorprofissional.com.br

Este Fundo é distribuído por:



Este Fundo é auditado por:



Este Fundo é custodiado por:



## ALEATÓRIAS

---

- *"Insanity is to do everything all over again and expect different results."* - Albert Einstein
  - *"When you are crying you should be buying, when you are yelling you should be selling."*
  - *"History shows that time, not timing, is the key to investment success. Therefore, the best time to buy stocks is when you have money."* - Sir John Templeton
  - *"Much success can be attributed to inactivity. Most investors cannot resist the temptation to constantly buy and sell."* - Warren Buffett
  - *"Noise proves nothing. Often a hen who has merely laid an egg cackles as if she has laid an asteroid."* - Mark Twain
  - *"If you stay half-alert, you can pick the spectacular performers right from your place of business or out of the neighbourhood shopping mall, and long before Wall Street discovers them."* - Peter Lynch
  - *"Investment is the art of the specific and selection is far more important than timing."*  
- Jim Slater
-



# INVESTIDOR

PROFISSIONAL

Sócios:

Roberto Vinhães

Christiano Fonseca Filho

Pedro Chermont

João Emílio Ribeiro Neto

Isabella Saboya

Bruno Levacov

Elsen Carvalho

Av. Ataulfo de Paiva, 255 / 9º andar - Leblon  
22440-032 - Rio de Janeiro - RJ - Brasil  
Tel. (55 21) 2104 0506 - Fax (55 21) 2104 0561  
[faleconosco@investidorprofissional.com.br](mailto:faleconosco@investidorprofissional.com.br)  
[www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br)

