

INVESTIDOR  
PROFISSIONAL

# Relatórios de Gestão

IP-Participações FIA / IP-Equity Hedge FIF

terceiro 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>IP-Participações</b>	<b>3</b>
Resultado do Terceiro Trimestre de 2004	3
A estratégia do IP-Participações	3
A atuação da Investidor Profissional	5
Conclusão	6
Informações	8
<b>IP-Equity Hedge</b>	<b>11</b>
Introdução	11
Desempenho / Resultados	11
Exposição / Risco	13
Limite Patrimonial	14
Informações	15
<b>Aleatórias</b>	<b>16</b>

---



## IP-PARTICIPAÇÕES

A variação no valor de mercado das posições do IP-Participações em setembro foi de 2,78% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de fevereiro de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 1.046% em dólares, rentabilidade média de 23,62% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 13,11% ao ano em dólares e o CDI de 15,83% ao ano em dólares. A rentabilidade desde o início equivale 236% do CDI e 332% do Ibovespa.

### RESULTADO DO TERCEIRO TRIMESTRE DE 2004

O IP-Participações encerrou o terceiro trimestre de 2004 com valorização de 16,39%. A rentabilidade positiva no terceiro trimestre de 2004 teve como principal influência a performance das ações de Perdigão e Saraiva, que registraram altas de 53% e 25% respectivamente. Contribuiu negativamente para a performance do Fundo a queda de -22% das ações de Embratel.

Ao longo do trimestre, o percentual comprado em ações do Fundo foi reduzido. O IP-Participações encerrou o trimestre com cerca de 85% do seu patrimônio investido em ações.

O maior desinvestimento do trimestre foi a venda da posição na Companhia Iguazu de Café Solúvel. Este investimento se encontrava dentro do segmento que chamamos de PIPE (*Private Investments in Public Equities*). Segmento este que se constitui num dos maiores diferenciais na estratégia do IP-Participações.

### A ESTRATÉGIA DO IP-PARTICIPAÇÕES

A melhor forma de definir o Fundo é compará-lo com uma companhia de participações minoritárias em empresas de capital aberto. Parcela predominante da carteira é concentrada em investimentos em ações de empresas que apresentem potencial de alta rentabilidade no longo prazo, em função de vantagens competitivas sustentáveis. Grande ênfase é dada às características das atividades nas quais as empresas estejam inseridas, à competência de seus administradores e à idoneidade de seus controladores.

Podemos segmentar a carteira em três grupos distintos:

#### 1. PIPE's (*Private Investments in Public Equities*):

Este segmento engloba investimentos com liquidez restrita, porém com alto potencial de valorização. Adotamos nestes casos uma postura ativa.

Normalmente, a saída do investimento acontece em operações estruturadas. O prazo médio de maturação desses investimentos é superior a 5 anos.

2. Ativos com Média Liquidez: São investimentos em empresas com boas perspectivas, com baixo risco societário e negociando abaixo de seu valor justo. Nesta categoria adotamos uma postura passiva, uma vez que vislumbramos um catalisador (mudança de patamar de resultados, desalavancagem, retomada de ciclo e etc) que efetivamente leve a uma mudança de percepção do mercado. A saída nestes investimentos, em sua maior parte, acontece via mercado. O prazo médio desse tipo de investimento é de 2 a 3 anos.

3. Ativos de Liquidez: Neste grupo encontram-se os investimentos em Títulos do Governo (LFT) e empresas líquidas. O horizonte destes investimentos é de curto/médio prazo (inferior a 1 ano) e o objetivo é aumentar o índice de liquidez da carteira (indicador proprietário que mede o grau de negociabilidade dos ativos que compõem a carteira).

O patrimônio do Fundo é alocado de forma dinâmica entre estes segmentos em função de liquidez e das oportunidades de investimento. É comum nos depararmos com escolhas entre liquidez e retorno. Tentamos balancear nossa carteira de forma a proporcionar retornos interessantes, respeitando as limitações de um fundo aberto.

### PIPE

Ao longo dos quase 12 anos de existência do IP-Participações, alocamos parcela relevante do patrimônio do Fundo em investimentos do segmento definido como PIPE.

Nestas operações, normalmente adquirimos parcela significativa do capital de uma empresa aberta no mercado. Na maioria das vezes indicamos membros para Conselhos de Administração, Fiscal ou Consultivo das empresas. Não nos envolvemos nas operações do dia-a-dia, mas tentamos agregar valor em matérias que temos *expertise* (alocação de capital, *valuation* de aquisições, comunicação com o mercado, remuneração de executivos etc...).

Nossa atuação é bastante pró-ativa, sempre com o intuito de realizar o valor "escondido", ou nem sempre tão visível de nossas posições acionárias. O tempo de maturação do investimento tende a ser longo e a liquidez baixa, mas o retorno bem alto.

A saída do investimento não ocorre da forma tradicional, ou seja, vendendo para o mercado. Esta venda pode ser feita de inúmeras formas: alienação para um investidor estratégico (eventualmente o próprio controlador), *block-trade* de ações, *spin-off* de uma divisão, entre outras alternativas.

Através do PIPE, combinam-se os benefícios de investir em empresas de capital aberto (na compra) com os de investir em empresas de capital fechado (na venda).

Em operações com empresas de capital fechado, o investidor negocia a compra das ações com o próprio controlador, que conhece melhor do que ninguém o negócio e exige um prêmio de controle. No PIPE, compramos a participação de um sócio "maníaco-depressivo" (mercado), que em determinados momentos avalia incorretamente os ativos. Essa assimetria de conhecimento nos favorece, permitindo a compra de participação em empresas de extrema qualidade com descontos significativos.

No momento da venda, devido à representatividade do lote de ações do Fundo, geralmente conseguem-se condições similares às das operações com empresas de capital fechado, e mais vantajosas quando comparadas ao investimento tradicional em empresas de capital aberto.

Desde a criação do IP-Participações, este tipo de investimento contribuiu de forma decisiva para a performance do Fundo. Ao longo dos anos, participamos de diversos investimentos com estas características. Dentre eles Elevadores Atlas, Freios Varga, Lojas Renner, CST entre outros. Nosso investimento em ações da Cia Iguazu de Café Solúvel foi mais um caso de sucesso dentro da categoria PIPE.

### Cia Iguazu de Café Solúvel

Iniciamos o investimento nas ações da companhia em meados de 1995, quando seu valor de mercado estava abaixo do caixa líquido. Este fato, aliado ao pagamento de dividendos mínimos (12% sobre o capital social para as PNAs e 8% para as PNBs), tornava o investimento muito interessante. O retorno (*dividend yield*) representado por esse dividendo mínimo no ano de 1996 chegava a 45%, cifra muito acima do custo de

oportunidade (CDI), de 27%. Além disso, em nossa análise, um dos principais "atrativos" da empresa era ser efetivamente administrada de forma séria, organizada e competente. A natureza do negócio (cíclico) podia não ser excepcional, mas Iguazu conseguia gerar resultados consistentes e tinha diferenciais claros em relação às outras empresas do setor.

Como já é característico de boa parte da carteira, em Iguazu procuramos manter um relacionamento mais profundo com a administração, indicando inclusive um integrante para o Conselho de Administração e dois para o Fiscal da empresa. Este trabalho foi desenvolvido visando à valorização da posição e à viabilidade de uma alienação a preços interessantes.

### O negócio da Companhia Iguazu de Café Solúvel

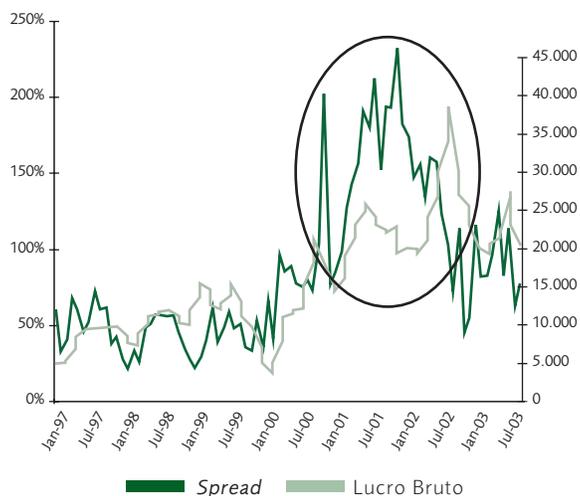
Iguazu compra o chamado café verde (colhido em grãos) no mercado interno, transforma em café solúvel e exporta 80% da produção. É a terceira maior exportadora de café solúvel do Brasil. A natureza de seu negócio é cíclica e as variáveis críticas para a companhia são o câmbio e o *spread* entre os preços do café verde no mercado interno (matéria-prima) e do café solúvel no mercado externo (produto vendido).

Nos anos de 2000 a 2002, os países produtores de café verde registraram safras recordes. Só no Brasil, a safra 2002/03 chegou a 47 milhões de sacas, em comparação com o nível médio de 1999-02 da ordem de 33 milhões de sacas. O movimento criou uma superoferta mundial, derrubando o preço a meros US\$ 28,00 por saca. Equivale a uma queda de 86% em relação ao pico de US\$ 205/saca em outubro de 94 (ano de geadas em importantes países produtores, inclusive Brasil) e de 64% em relação à média de US\$ 78,00 no período 1990-02.

O movimento do café verde tem forte influência no preço do solúvel, mas a intensidade da volatilidade é mais branda. O solúvel foi negociado na faixa de US\$65-75/saca - 60% de queda em relação ao pico de US\$ 194,00, registrado em abril de 95, e 35% de queda em relação à média de US\$ 115/saca em idêntico período citado para o preço do verde.

Com isso, o *spread* entre um e outro ficou em níveis muito altos em 2002, próximo às máximas históricas. Este fato, aliado à desvalorização cambial de 1999, 2001 e 2002, transfere-se para o lucro bruto da empresa, que mudou de patamar de forma crescente a cada trimestre (veja gráfico na página seguinte).

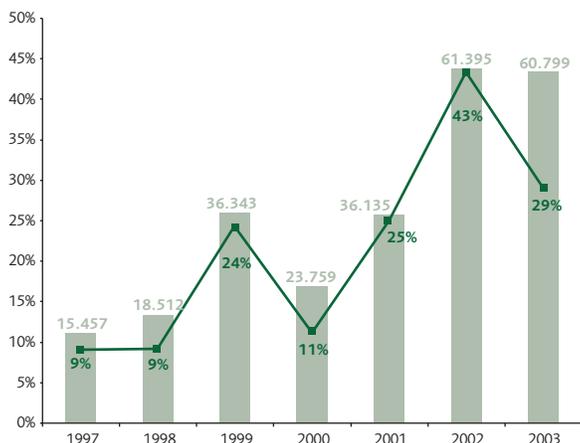
## Spread Café Verde Vs Solúvel x R\$m Lucro Bruto



Fonte: CECAFÉ – Conselho dos Exportadores de Café Verde do Brasil e Balanços de Iguacu

A situação favorável de superoferta de café verde, a relativa estabilidade de preço do solúvel e a desvalorização cambial produziram melhora significativa dos principais indicadores da Iguacu. A taxa média de crescimento é de 26% a.a. na geração de caixa (veja gráfico abaixo). O retorno foi de 9% sobre o capital empregado em 1997, contra 43% em 2002 e 29% em 2003.

## Evolução da Geração de Caixa em R\$ e ROIC - Retorno s/ capital empregado 1996-2003



Fonte: Balanços de Iguacu e IP.

## A ATUAÇÃO DA INVESTIDOR PROFISSIONAL

Apesar de todas essas características atraentes, a companhia padecia de dois problemas relevantes que inibiam o interesse do mercado de capitais em suas ações: (i) iliquidez extrema – para se ter uma idéia, em 2004,

até o mês de agosto, sua ação PNA só havia participado de 16 pregões; (ii) era controlada por um investidor estrangeiro, a Marubeni Corporation, que, como é natural em todo controlador estrangeiro, possui baixo incentivo em trabalhar para manter as ações bem precificadas no mercado brasileiro, pois o controlador consegue obter financiamento bem mais barato em seu país de origem. Logo, embora a administração da companhia sempre se pautasse pelos mais elevados princípios éticos, a falta de uma decisão empresarial de abraçar um projeto de companhia de capital aberto nos levava a dispensar atenção redobrada a todos os atos que pudessem reduzir o valor de nosso investimento.

Assim, já em 1998, nossa primeira tarefa junto à administração da companhia foi a de familiarizá-la com a instalação de um Conselho Fiscal que tivesse a devida representatividade dos acionistas minoritários. Como seria marcante em nossa relação com a companhia, esta entendeu perfeitamente nossa posição, atendendo ao pedido de instalação do Conselho Fiscal e eleição de dois membros indicados pelos minoritários.

Em março de 2002, a convocação da AGO/E vinha com uma matéria a ser deliberada prejudicial aos acionistas preferencialistas: a extinção do dividendo mínimo e a concomitante inclusão de um dividendo prioritário de 3% sobre o patrimônio líquido da ação. Com essa proposta, a companhia acreditava estar se adaptando ao artigo 17 da nova Lei das SA (promulgada em outubro de 2001). O artigo requeria que as companhias abertas escolhessem pelo menos uma das três vantagens ali enumeradas. Nossa posição era de que o texto do artigo era bem claro em requisitar pelo menos uma das três vantagens, mas de forma alguma proibia o acúmulo de duas vantagens. Logo, a adoção de uma vantagem não exigia a extinção de uma pré-existente, responsável por grande parte da atratividade da ação. A administração da companhia acatou nosso pleito na medida em que suspendeu a deliberação dessa matéria na AGO e consultou formalmente a CVM sobre nossas dúvidas de interpretação da nova Lei. Algum tempo depois, a CVM emitiu parecer oficial a todo mercado sobre o artigo 17, recomendando que as companhias que já possuíam dividendo mínimo acumulassem duas vantagens, prevalecendo a que for mais vantajosa para o acionista.

Também em 2002, em função de uma reestruturação interna, a Iguacu passou a exportar toda sua produção através de uma controlada de capital fechado. Tal movimento praticamente eliminou a transparência de

seus resultados e tornou impossível o acompanhamento da evolução operacional da companhia.

Demonstramos à administração que - muito embora concordássemos plenamente com os objetivos da reestruturação interna - não poderíamos ficar sem informações essenciais que nos permitiam apurar e acompanhar o valor do nosso investimento na companhia. Mais uma vez, a Iguazu se mostrou sensível a nossa demanda e passou a publicar ITRs e DFPs com dados adicionais das companhias controladas de capital fechado.

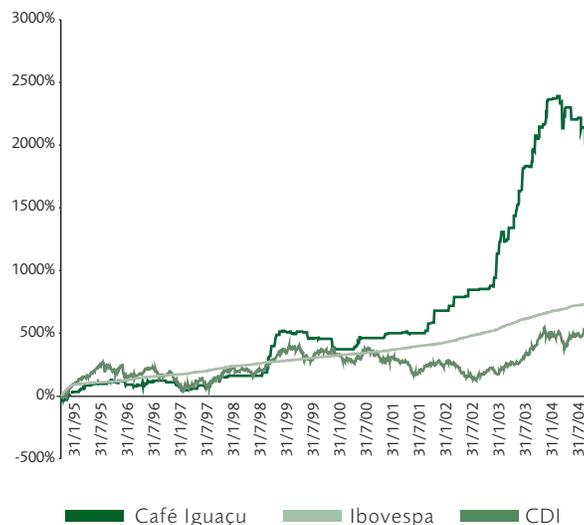
Por ocasião do excelente resultado operacional de 2002, indagamos à companhia qual seria a razão desta jamais ter se aproveitado da significativa vantagem fiscal advinda do pagamento de juros sobre capital próprio (JCP). No passado, a empresa havia estudado o assunto, mas não tinha achado vantajoso. Diante de nossos argumentos, o Conselho de Administração reabordou a questão e decidiu pelo pagamento de JCP. No entanto, a partir da interpretação de uma deliberação da CVM (#207), a administração adotou método inadequado de pagamento de JCP, calculando a soma de JCP e dividendos de modo a assegurar pagamento líquido equivalente a todos os acionistas. Na verdade, a existência de acionistas isentos de tributação de JCP faz com que estes, de fato, venham a receber valores líquidos mais elevados que os demais acionistas. A isenção era justamente o caso de nossos fundos de investimentos. Aqui, mais uma vez, foi necessário obter o esclarecimento do órgão regulador, que se posicionou favorável à nossa interpretação, tendo então a companhia procedido ao pagamento de dividendo complementar para nossas carteiras.

Em vista da grande evolução operacional por que passou a Iguazu em 2002 e 2003, o valor patrimonial e o preço de suas ações em bolsa passaram a refletir de forma bastante adequada o valor justo que calculávamos para a companhia. Somando a isso a conclusão evidente de que seria pouco provável que a Iguazu viesse a aumentar seu interesse no mercado de capitais, iniciamos a negociação para alienar nossa posição ao controlador em fevereiro deste ano. Em agosto, as negociações foram concluídas com a realização de uma OPA (oferta pública de aquisição) nos moldes da instrução CVM 361/02.

Nos oito anos de investimento em ações de Iguazu, obtivemos retorno de 1.984%, equivalente a IGP-M + 29,74% ao ano. Mais um caso típico de investimento

e atuação da Investidor Profissional que contribuem significativamente para o sucesso do IP-Participações.

### Rendimento Café Iguazu



### CONCLUSÃO

Experiência é fundamental na gestão deste tipo de investimento. Ao longo do tempo, aprende-se a melhor forma de negociar a compra de participação nas empresas, construir e formalizar relacionamentos com controladores e executivos e negociar e estruturar a saída dos investimentos.

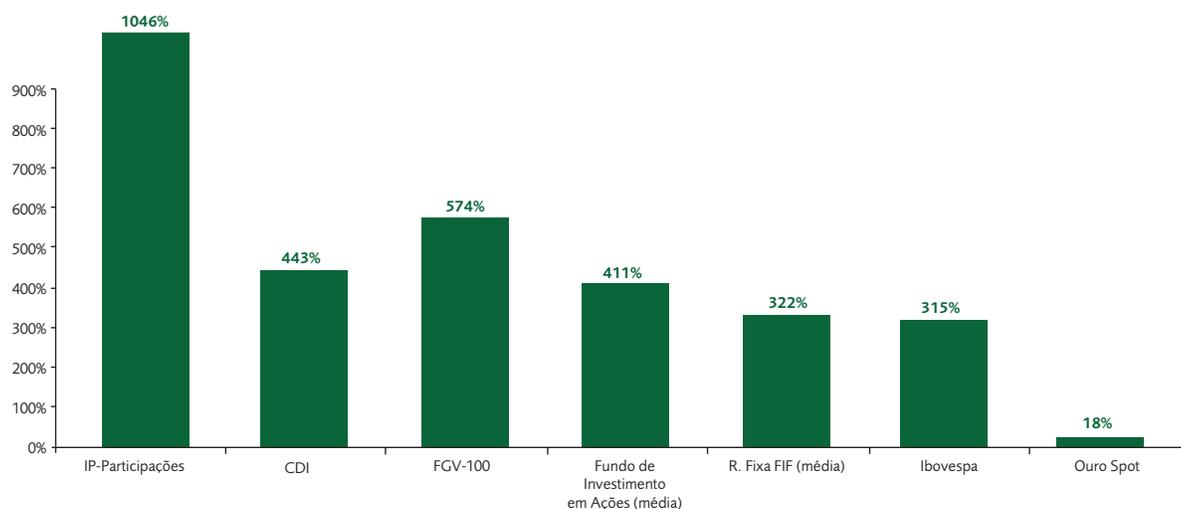
O trabalho realizado nestes casos e em outros tantos deve ser um grande diferencial para a performance do fundo no futuro. A experiência adquirida, principalmente no desinvestimento, fornece grandes benefícios tanto na originação de novas alternativas como na gestão das atuais.

Parte relevante do patrimônio do Fundo continuará sendo alocada em PIPE's. Saraiva e Panvel são atualmente os principais investimentos nesta categoria.

Acreditamos que, através da experiência adquirida até o momento, da continuação dos esforços da nossa equipe e da confiança de nossos quotistas, seremos capazes de construir novas histórias de sucesso para o IP-Participações.

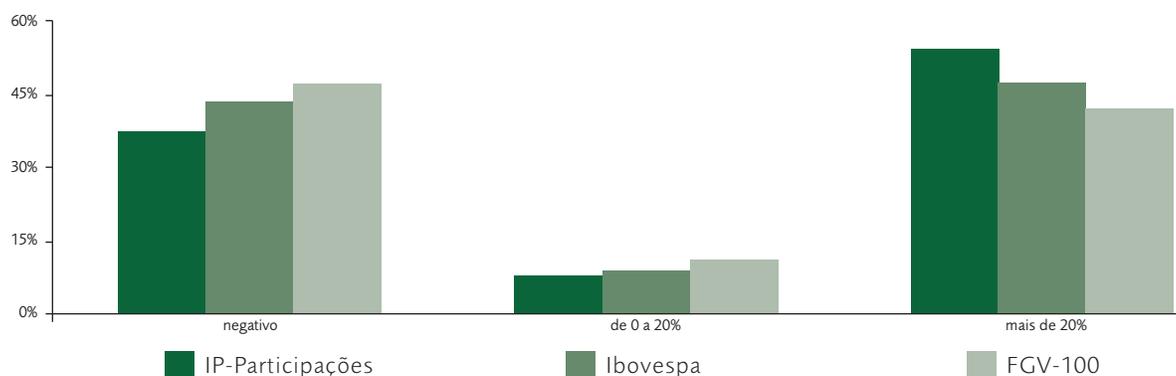
## Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93\* até 30/09/04)



## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de Retornos Anuais ("trailing" diário de 26/02/93\* até 30/09/04)



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	21,18%	5,92%	15,69%	19,90%	4,80%	14,46%
Setembro-04	5,49%	4,46%	3,54%	2,78%	1,78%	0,89%
Desde 26/02/93 (*)(**)	1046,05%	314,84%	573,59%	-	-	-
Retorno Anualizado (*)	23,62%	13,11%	17,99%	-	-	-
Volatilidade Histórica (***)	24,90%	43,12%	29,40%	-	-	-

(\*) 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 30/09/04

R\$ 5,714934

USD 1,999207

Média PL últimos 3 anos (mil): R\$ 103.021

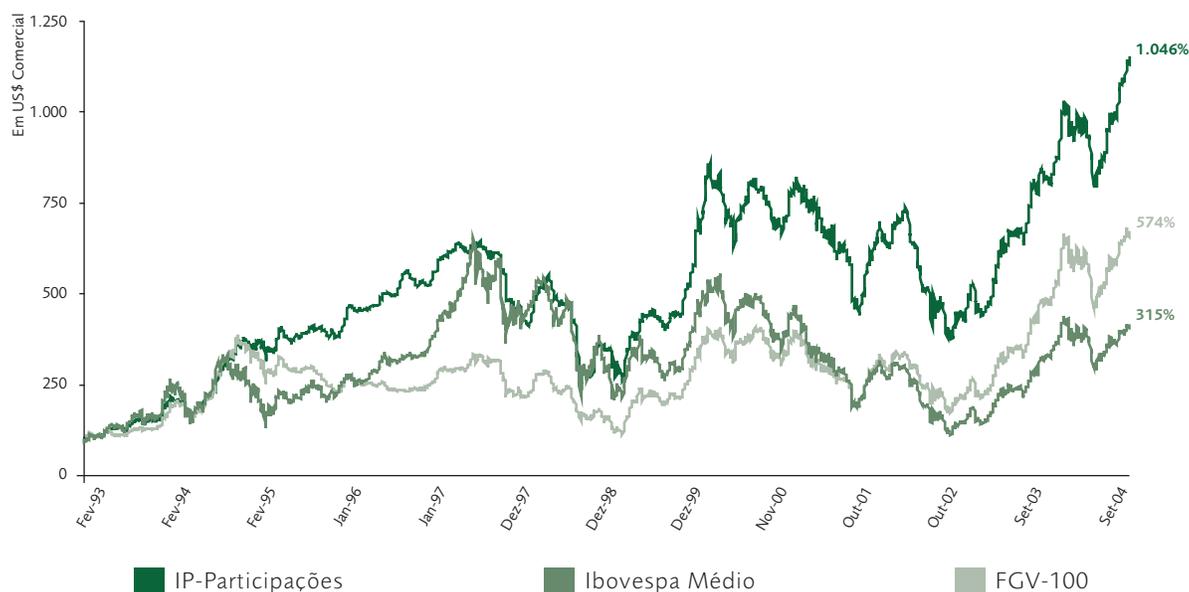
Patrimônio Líquido (mil)

R\$ 128.375

USD 44.908

## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade Acumulada (US\$) de 26/02/93\* a 30/09/04



(\* 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):**

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.

**IOF:** Os resgates efetuados até o 29º dia contados da aplicação sofrerão incidência de IOF regressivo.

**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:



Este Fundo é auditado por:



Este Fundo é custodiado por:





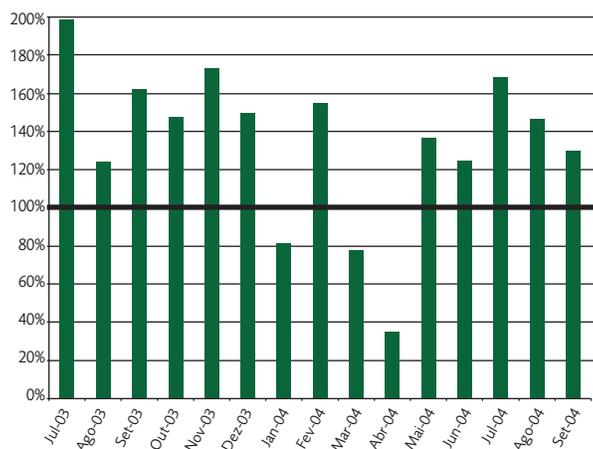
## IP-EQUITY HEDGE

O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 5,76% no trimestre. No ano de 2004, o Fundo acumula valorização de 13,78%, ou 118% do CDI. Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, a valorização é de 31,78%, ou 140% do CDI.

### INTRODUÇÃO

O IP-Equity Hedge acumula, em seus primeiros 15 meses de atividades, uma rentabilidade de 31,78%, ou 140% do CDI. Apesar de o resultado absoluto estar em linha com a expectativa inicial, a distribuição de retornos ao longo do tempo tem surpreendido a equipe de gestão. Desde que foi criado, o IP-Equity Hedge não apresentou mês algum com rentabilidade negativa, e superou o CDI em 12 dos 15 meses.

### Performance Mensal (% CDI)



A dispersão de retornos mensais e a volatilidade diária (base anual) têm se mantido em patamares baixos, o que resulta em índice de Sharpe<sup>1</sup> bastante elevado.

Não era esperada distribuição de retornos tão uniforme. Nem volatilidade diária tão baixa. Até porque é impossível assegurar performance invariavelmente acima do CDI, ou sempre positiva.

O objetivo é auferir retornos de cerca de 5 pontos percentuais acima do CDI em períodos de 12 meses, com o mínimo de risco de perda permanente de capital.

Para atingir este objetivo, o foco da gestão se concentra nos fundamentos das empresas, em seus catalisadores, e na relação risco-retorno de cada investimento.

O principal pilar da estratégia de gestão é a análise fundamentalista. A partir dela, são identificadas distorções entre preço e valor justo dos ativos. Os catalisadores da convergência preço-valor justo muitas vezes são vislumbrados para prazos bem superiores a 1 mês. Em alguns casos, alcançam 12 meses.

<sup>1</sup> Sharpe: Retorno acima do *benchmark* ajustado pelo risco (medido pela volatilidade)

A análise de risco constrói o pior cenário de cada investimento e quantifica seu efeito nas quotas. A idéia é buscar operações cuja expectativa de retorno seja assimétrica a favor do Fundo - ou seja, onde a perda esperada, caso o pior cenário se verifique, seja pequena quando comparada ao ganho potencial.

Os riscos que se procuram evitar na gestão do Fundo são os de perda permanente de capital. Os ruídos de curto prazo do mercado, que podem causar maior volatilidade de retornos mensais, definitivamente não são alvo de preocupação da Investidor Profissional.

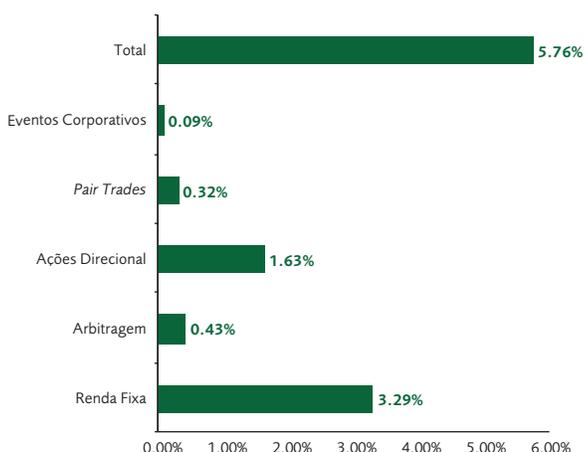
Por tudo isso, a estabilidade de retornos dos 15 primeiros meses de atividades não deve servir de parâmetro para o futuro. A gestão, como se percebe, não está orientada para este objetivo. Nem poderia. Como é impossível sincronizar resultados de operações em janelas mensais, espera-se maior dispersão ao longo da existência do Fundo.

### DESEMPENHO/RESULTADOS

O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 5,76% no trimestre, o que equivale a 149% do CDI. No ano de 2004, o Fundo acumula valorização de 13,78%, ou 118% do CDI. Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, o Fundo registra valorização de 31,78%, ou 140% do CDI.

No trimestre, o Fundo obteve ganho em todas as estratégias, conforme o gráfico abaixo.

### Retorno por Estratégia (no trimestre)



As principais contribuições positivas se deveram a duas operações cujo racional segue descrito abaixo.

#### **Posição comprada em bônus de subscrição do Banco do Brasil**

Exposição Média do Fundo: 2,0%

O Fundo auferiu ganhos significativos em duas operações que envolveram bônus de subscrição de Banco do Brasil (BBAS12 e BBAS13).

Os bônus de subscrição do Banco do Brasil são *warrants* oriundas de aumento de capital realizado em 1996. A fim de incentivar a adesão dos acionistas ao aumento de capital, foram concedidos gratuitamente bônus de subscrição a quem participasse da operação. O "incentivo" produziu enorme limitação à posterior valorização das ações, já que os bônus representavam ameaça constante de diluição significativa a preços baixos.

Ao longo do mês de agosto deste ano, o Banco do Brasil finalmente eliminou este "entrave" à valorização de suas ações. Foi realizada oferta pública para aquisição dos bônus de subscrição em circulação no mercado, ao que se somou uma subscrição de ações. A oferta pública foi bem-sucedida, tendo retirado do mercado cerca de 92% do total de bônus de subscrição existentes.

Cada bônus de subscrição confere a seu detentor o direito de comprar 1,04 ação do Banco do Brasil em 2006 (BBAS12) e 2011 (BBAS13) por preço equivalente a R\$ 20,79/ação<sup>2</sup>, corrigido pelo IGP-DI. Atualmente<sup>3</sup>, o Banco do Brasil negocia em bolsa a R\$ 25,20/ação e, mesmo após a recente valorização, seus bônus de subscrição são adquiridos a preços inferiores a seus valores intrínsecos. Os bônus encerraram o trimestre com cotações de R\$ 4,00 (BBAS12) e R\$ 4,16 (BBAS13).

A distorção motivou a montagem de duas operações para o Fundo: 1) *Put* sintética: *short* em ações de Banco do Brasil e *long* nos bônus de subscrição; 2) *long* nos bônus de subscrição. A *Put* foi desmontada com ganho relevante para o Fundo ao longo do mês de agosto, e a posição *long* nos bônus foi significativamente aumentada após a realização da oferta pública. A compra deste ativo é uma das melhores oportunidades de capturar eventual valorização do mercado de ações brasileiro.

<sup>2</sup> base 31/agosto/2004

<sup>3</sup> 30/setembro/2004

#### **Posição comprada em Coteminas**

Exposição Média do Fundo: 2,0%

A montagem da operação tinha como objetivo tirar proveito de distorção relevante entre preço de mercado e valor justo da companhia. Coteminas apresentou importante evolução de fundamentos ao longo dos últimos anos. Do ponto de vista operacional, aumentaram significativamente as vendas de produtos de maior valor agregado e foram diluídos custos e despesas. A infra-estrutura física para suportar o crescimento dos próximos anos está quase inteiramente montada, o que torna possível aumentar sensivelmente as vendas apenas com importação de máquinas.

Ainda assim, as ações de Coteminas apresentaram má performance ao longo de 2003 e no primeiro semestre de 2004. A empresa chegou a negociar a menos de quatro vezes a geração de caixa operacional estimada para este ano. No mesmo período, a expectativa de catalisadores relevantes reforçava ainda mais a percepção da equipe de gestão para a qualidade do investimento. Um desses catalisadores foi o preço do algodão, em queda acentuada desde o pico em 2003. A empresa carrega estoques longos, e por isso a queda ainda não impactou os resultados da primeira metade do ano. Mas os custos devem começar a cair nos próximos trimestres. Além disso, com o fim das cotas têxteis mundiais em 2004, Coteminas poderá aumentar sensivelmente seu volume de vendas para exportação em 2005. Como os contratos de exportações são fechados por períodos relativamente longos, os preços não devem apresentar quedas significativas no curto prazo com a entrada de novos concorrentes no mercado.

Durante o trimestre, Coteminas apresentou valorização de 29%. Foi uma contribuição positiva para o Fundo, mas ainda é pouco diante das excelentes perspectivas do investimento.

A principal contribuição negativa do trimestre se originou de uma operação *short* cujo "racional" segue descrito abaixo.

#### **Posição vendida em ação recentemente distribuída em oferta pública**

Exposição Média do Fundo: 2,0%

O mercado acionário brasileiro experimenta hoje um fenômeno não observado há quase uma década: a abertura de capital de contingente expressivo de empresas.

O movimento é extremamente favorável ao mercado de capitais nacional, não apenas pela quantidade de emissões verificadas como também em função do grande avanço na adoção de boas práticas de governança corporativa.

Depois de uma série de eventos societários que favoreceram acionistas ordinaristas em detrimento dos preferencialistas, a importância do alinhamento de interesses entre controladores e minoritários tornou-se mais evidente para o mercado. A consequência direta foi uma valorização das ações ordinárias frente às preferenciais, e a exigência de alto nível de governança corporativa para viabilizar qualquer emissão primária.

Como parte deste contexto, as emissões bem-sucedidas de ações com alto nível de governança tendem a motivar a migração de empresas fechadas ou abertas para o Novo Mercado. É algo que favorecerá o mercado acionário brasileiro como um todo.

No que diz respeito a alternativas de investimento de curto prazo, existem algumas considerações a fazer.

Apesar do alto nível de governança e da qualidade dos administradores das empresas, o **valuation** das ações encontra-se substancialmente acima do que pode ser considerado atrativo. É possível que o crescimento e a rentabilidade estejam superestimados, e os riscos, minimizados. Dentre os riscos que podem estar minimizados, vale destacar:

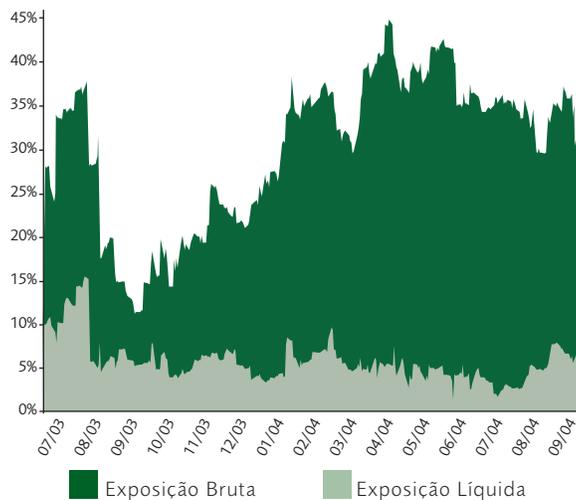
- Novos entrantes – Há negócios com pequena barreira de entrada e que tendem a ganhar competição ao longo do tempo.
- Reestruturação de concorrentes – Muitos negócios têm se beneficiado da situação desfavorável de concorrentes. Em alguns casos, a reestruturação começa a se desenhar.
- Rentabilidade mais baixa no crescimento – O caminho natural de uma empresa é iniciar suas operações pelo mercado mais atrativo (ou mais rentável). Muitas vezes a rentabilidade nos novos mercados é inferior à original.
- Riscos regulatórios – Uma intervenção regulatória não ocorre com frequência, o que pode levar investidores a minimizar seu risco. Em certas empresas, ele não pode ser descartado.

Em função da distorção entre preço e valor justo de uma das empresas recém-distribuídas em oferta pública, montou-se posição short com suas ações. Esta posição apresentou resultados negativos no trimestre.

## EXPOSIÇÃO/RISCO

O nível de exposição médio do Fundo no trimestre foi marginalmente reduzido (vide gráfico abaixo). No final de setembro, a exposição bruta era de 33,5% e a exposição líquida, de 7,2%. A posição *net* do Fundo está parcialmente hedgeada por opções de venda (*puts*) fora do dinheiro.

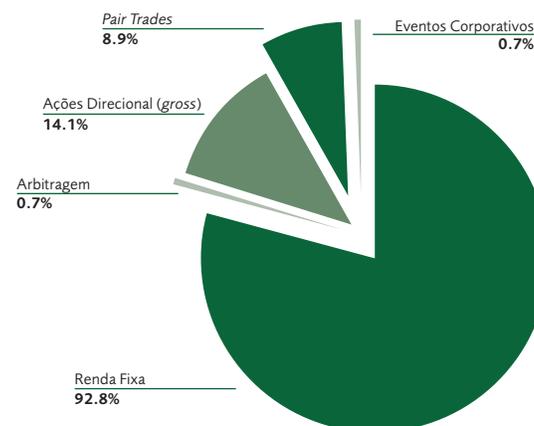
### Exposição Total (desde o início do Fundo)



A baixa alavancagem é sempre fundamental para minimizar perdas em momentos de ruptura, de forma a manter o risco estrutural muito baixo. É uma característica que confere grande tranquilidade e conforto a gestores e quotistas.

A exposição por estratégia pode ser observada no gráfico abaixo. A estratégia de *pair trades* foi aumentada no trimestre, ao passo que a direcional foi reduzida.

### Exposição do Fundo por estratégia em 30/09/2004



## LIMITE PATRIMONIAL

O mercado acionário brasileiro possui limitações de liquidez que tendem a prejudicar a gestão de patrimônios elevados. Na idealização do Fundo, esta limitação era de amplo conhecimento dos gestores, o que levou a Investidor Profissional a adotar medidas importantes. Uma delas foi estipular condição de resgate diferenciada, a fim de evitar que eventual concentração prejudicasse quotistas remanescentes.

Recentemente, estipulamos que o Fundo fechará para captações quando o Patrimônio Líquido atingir R\$ 150 milhões. Como o patrimônio registra atualmente R\$ 124 milhões, é possível que a demanda de alguns clientes não seja plenamente atendida. A Investidor Profissional conta com a compreensão destes mesmos clientes. Afinal, a medida tem como único objetivo preservar a qualidade da gestão - o que faz-se em benefício dos próprios quotistas.

Rentabilidade (R\$)	IP-Equity Hedge FIF	CDI	% CDI	PL (R\$ mil)
Setembro 04	1,61%	1,24%	129,7%	116.813
Agosto 04	1,88%	1,29%	146,2%	63.487
Julho 04	2,16%	1,28%	168,3%	43.487
Junho 04	1,52%	1,22%	124,6%	37.699
Mai 04	1,67%	1,22%	136,9%	33.025
Abril 04	0,41%	1,17%	34,9%	32.975
Março 04	1,06%	1,37%	77,4%	28.950
Fevereiro 04	1,67%	1,08%	154,9%	22.375
Janeiro 04	1,03%	1,26%	81,4%	20.093
Dezembro 03	2,04%	1,37%	149,6%	12.829
Novembro 03	2,32%	1,34%	173,0%	9.951
Outubro 03	2,41%	1,63%	147,4%	6.563
Setembro 03	2,71%	1,67%	162,1%	2.739
12 meses	21,65%	16,63%	130,2%	43.487
2004 (YTD) (**)	13,78%	11,72%	117,6%	116.813
2003 (*)	15,82%	9,76%	162,1%	12.829
Desde 07/07/2003	31,78%	22,62%	140,5%	116.813

(\*) Início do Fundo em 07/07/03  
Valor da Quota: R\$ 131,777121

(\*\*) Até 01 de outubro  
Média PL nos últimos 15 meses (mil): R\$ 29.025

## 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):**

**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 apenas nos meses de maio e novembro, ou no resgate, se ocorrer em data anterior.

**IOF:** Os resgates efetuados até o 29º dia contados da aplicação sofrerão incidência de IOF regressivo.

**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

---

• *"No crystal ball is required for investment success. Smart investors stick to investments within their circle of competence, with which they are comfortable whose businesses they have the capability to understand. This does not require accurately divining the meaning of the market's pattern. You don't need an opinion on every security. And you don't need to know which way to lean, following every single news development. You simply need, to be meaningfully correct several times a year in order to earn a solid return on capital without excessive risk.*

*The challenge is to avoid the temptation to speculate, to have justifiable but not unreasonable confidence in your analytical judgements, to demand adequate return for the risks you incur, and to control risk through prudent, but not excessive, diversification and appropriate hedging while avoiding the usage of leverage." - Seth Klarman gestor do Baupost Group*

- *"I can predict the motion of heavenly bodies, but not the madness of crowds." - Isaac Newton*
  - *"I'd love to be able to predict markets and anticipate recessions, but since that's impossible, I'm as satisfied to search out profitable companies as Buffett is" - Peter Lynch*
  - *"If Fed Chairman Alan Greenspan were to whisper to me what his monetary policy was going to be over the next two years, it wouldn't change one thing I do." - Warren Buffett*
  - *"The power to tax involves the power to destroy" - John Marshall*
  - *"People have always had this craving to have someone tell them the future. Long ago, kings would hire people to read sheep guts. There's always been a market for people who pretend to know the future. Listening to today's forecasters is just as crazy as when the king hired the guy to look at the sheep guts. It happens over and over and over." - Charlie Munger no relatório anual da Berkshire Hathaway de 2004*
-





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  
www.investidorprofissional.com.br