

INVESTIDOR
PROFISSIONAL

Relatórios de Gestão

IP-Participações FIA / IP-Equity Hedge FI Multimercado

primeiro trimestre / 2005

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 o prospecto previsto na Instrução CVM 409, e 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 cotas 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 cotista 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 cotistas.

ÍNDICE

IP-Participações	3
Resultado do Primeiro Trimestre de 2005	3
Coteminas	3
Brasil Telecom	5
Informações	9
IP-Equity Hedge	11
Desempenho / Resultados	11
Exposição / Risco	13
Informações	14
Aleatórias	16

IP-PARTICIPAÇÕES

A variação no valor de mercado das posições do IP-Participações em março foi de -1,93% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de fevereiro de 1993, início da gestão pelo Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 1.230% em dólares e rentabilidade média de 24,08% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 14,50% ao ano em dólares e o CDI de 16,59% ao ano em dólares. A rentabilidade desde o início equivale a 232% do CDI e 302% do Ibovespa.

RESULTADO DO PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2005

O IP-Participações encerrou o primeiro trimestre de 2005 com valorização de 0,35%. A rentabilidade no primeiro trimestre de 2005 teve como principal influência a performance das ações de Saraiva e Itaúsa, que registraram altas de 38% e 7%, respectivamente. Contribuíram negativamente para a performance do Fundo as ações de Coteminas e Brasil Telecom Operadora, que registraram queda de 24% e 18%, respectivamente.

Ao longo do trimestre, o percentual comprado em ações do Fundo foi aumentado. O IP-Participações encerrou o trimestre com cerca de 90% do seu patrimônio investido em ações. Superior ao início do trimestre, quando o Fundo estava 80% investido em ações.

Em março, com a desvalorização do mercado, aproveitamos a oportunidade para aumentar a exposição do Fundo em algumas empresas que foram excessivamente penalizadas. Aumentamos nossa exposição em Coteminas dentro da parcela de longo prazo e Brasil Telecom na parcela de liquidez.

A carteira do IP-Participações permanece bem concentrada em seus principais investimentos: Saraiva, Itaúsa, Ambev, Globex, Coteminas e Brasil Telecom. Estas empresas representam cerca de 70% da carteira de ações do Fundo.

São empresas que conhecemos com profundidade, identificamos potencial de valorização e margem de segurança relevante.

Abaixo comentamos sobre as duas empresas que foram mais penalizadas pelo mercado no período e tiveram sua exposição aumentada.

COTEMINAS

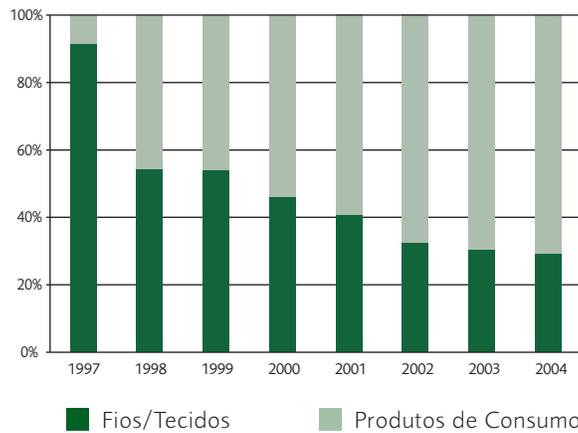
Acompanhamos a empresa de perto há muito tempo, mesmo antes do nosso primeiro investimento, em 1998. Desde então, Coteminas sempre participou da carteira, com o tamanho da posição derivando do preço da ação e das oportunidades do momento.

Identificamos diferenciais da maior importância na Coteminas. Trata-se de uma empresa vencedora dentro de uma indústria que enfrentou crescimento exponencial de concorrência com a abertura econômica da década de 90.

Mesmo diante deste cenário, a empresa conseguiu emergir como uma verdadeira multinacional têxtil brasileira. Grande parte deste mérito deve ser creditado à administração de muita qualidade, que tem adotado estratégias acertadas e coerentes ao longo dos últimos anos. A coerência entre o discurso e o caminho seguido impressiona. Principalmente em um país como o Brasil, onde a implementação de projetos de longo prazo tem se mostrado tão difícil.

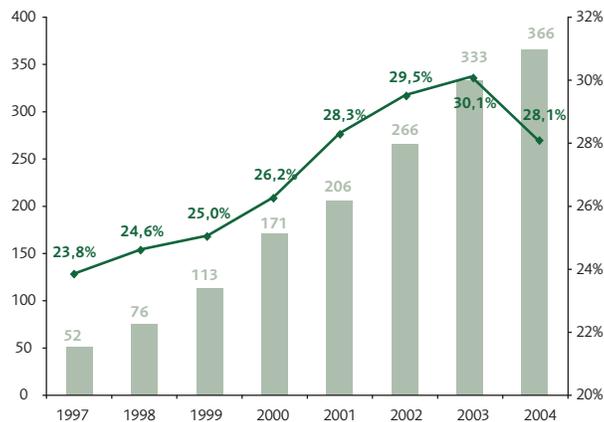
Desde o começo da década passada, a empresa vem construindo uma base para forte crescimento. Este crescimento transformaria a empresa de uma produtora de fios e tecidos para o mercado interno em uma exportadora de produtos têxteis de consumo final com muito mais valor agregado. Essa transformação já vem acontecendo fortemente nestes últimos anos.

Mix de Faturamento



O ano de 1997 marcou o início da fase de "otimização de ativos", segunda parte da estratégia delineada no início da década de 90. Desde então, Coteminas registrou a impressionante marca de 31%aa de crescimento de Ebitda (no mesmo período o CDI rendeu 25% aa).

EBITDA e Margem EBITDA 1997-04



Esse crescimento ocorreu numa fase de altos investimentos. A infra-estrutura para quadruplicar a capacidade e ainda alterar completamente o mix de produtos da companhia (de 100% commodity para uma empresa de produtos no segmento de alto valor agregado) exigiu investimentos significativamente superiores à depreciação.

Investimentos x Depreciação 1997-04



O ano de 2005 será o primeiro ano de investimentos próximos à depreciação, o que permitirá expressiva geração de caixa livre.

Coteminas já fez a maior parte dos investimentos necessários para atingir nível de vendas que produza boa rentabilidade. Assim, é de se esperar que os próximos anos sejam de crescente geração de caixa livre.

Enquanto isso, o preço de suas ações preferenciais não refletiu a mudança de patamar de rentabilidade nem as perspectivas concretas da empresa. Situa-se atualmente no mesmo nível em que se encontrava em 2002.

Este ano, as ações preferenciais da Coteminas foram fortemente penalizadas, apresentando uma queda de quase 30%.

A queda foi motivada pela baixa visibilidade dos efeitos sobre a empresa de dois eventos relevantes. São eles: (1) Fim do Acordo Multifibras, trazendo consigo a eliminação de cotas de importação nos mercados americano e europeu; (2) forte valorização do Real.

Parece-nos evidente que a reação do mercado foi exagerada.

De fato, o fim do Acordo Multifibras é de suma importância para o setor e deve ser avaliado para a

análise das perspectivas da empresa. No entanto, esta análise deve ser feita de forma cuidadosa.

O primeiro ano de livre comércio no setor têxtil mundial deve revelar a força da competitividade chinesa em determinados produtos. Por razões óbvias, a China desponta como líder absoluta naqueles segmentos que exigem uso intensivo de mão-de-obra. Logo, o segmento de vestuário/confecções deve sofrer as maiores mudanças, com a China dominando totalmente o comércio mundial desses produtos. Alguns estudos apontam que o país será em pouco tempo responsável por 50% do mercado americano neste segmento.

No entanto, no segmento que mais interessa a Coteminas, o de CAMEBA (cama, mesa e banho), o "efeito Multifibras" tem impacto reduzido, já que aqui se utiliza relativamente pouca mão-de-obra. Em CAMEBA, o Brasil hoje compete de igual para igual com China, Índia e Paquistão.

No fator determinante de competitividade deste segmento, o custo do algodão, já temos a dianteira em função da alta produtividade trazida pelos investimentos tecnológicos pesados no campo. Estes investimentos transformaram o Brasil de importador líquido, em meados da década passada, em exportador líquido relevante no comércio mundial de algodão, atualmente.

A proximidade das áreas de cultivo torna-se vantagem competitiva relevante nos segmentos têxteis intensivos em algodão. Dado o baixo preço da commodity, o frete representa percentual relevante do preço final do algodão.

Assim sendo, nos parece pouco provável que a Coteminas venha a ser engolida por seus concorrentes internacionais na briga pelo aumento do volume de vendas nos segmentos onde atua. O efeito negativo para a companhia vem da inevitável queda de preços, sendo esta compensada pelo aumento do volume de vendas que será registrado.

Quanto ao segundo ponto negativo, a forte valorização do Real no primeiro trimestre pressionará os resultados da empresa.

No entanto, os resultados registrados no quarto trimestre de 2004 nos deram uma boa idéia do que esperar da companhia num cenário de câmbio enfraquecido. A Coteminas gerou R\$104mm de Ebitda – nada menos que seu recorde de geração de caixa trimestral.

Mas essa é apenas a análise de curto prazo – um bom exercício para entender o desempenho da Coteminas sob cenários bastante diversos, mas pouco útil para indicar uma mudança permanente no valor da companhia.

Quando nos deparamos com um mercado que tem absorvido todas as ofertas de ações a múltiplos EV/Ebitda da ordem de 7-8x (quando não maiores), e verificamos que Coteminas negocia a menos de 4x Ebitda 2005, concluímos tratar-se de uma distorção evidente. Ainda mais considerando-se a qualidade dos ativos e da administração da empresa, além da segurança societária.

Seguimos confiantes nas perspectivas de longo prazo da Coteminas. Estamos certos de que, mesmo sob um cenário de câmbio mais valorizado, o planejamento estratégico delineado há mais de 10 anos levará a companhia a apresentar crescimento de resultados em 2005.

As manchetes de jornal sobre a competição chinesa e o Real fortalecido são, na verdade, efeitos que causam ruído no curto prazo e perdem relevância quando confrontados com as perspectivas de longo prazo da empresa.

Nada que justifique que um ativo desta qualidade seja negociado a menos de 5 x o lucro projetado para 2005.

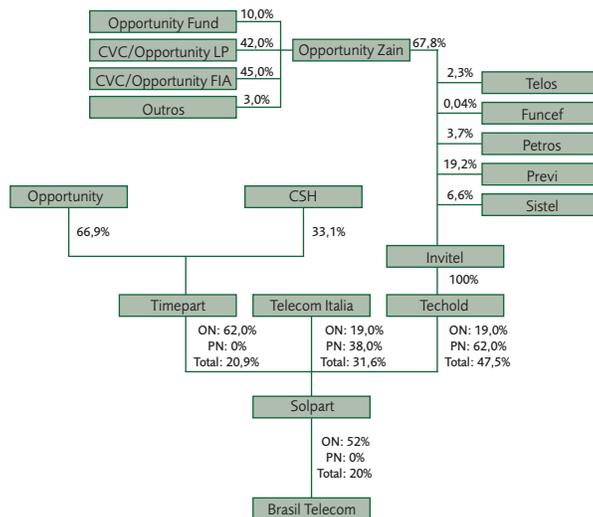
BRASIL TELECOM

A Brasil Telecom é a principal posição da parcela de liquidez do Fundo.

A complexa estrutura acionária criada na época da privatização (1998) deu o controle da Brasil Telecom ao Opportunity, que detém pequena participação na empresa. A estrutura criou atritos que resultaram em amplo *imbroglio* societário, envolvendo o restante dos

acionistas pertencentes ao bloco de controle (Fundos de Pensão e Telecom Itália).

O organograma abaixo mostra a intrincada estrutura de controle da empresa.



Apesar do *imbroglio* societário, a administração da empresa vinha apresentando uma execução adequada e competente abordagem estratégica. A eficiência nas principais métricas do setor se manteve compatível com a região em que a empresa atua. A Brasil Telecom continua sendo forte geradora de caixa devido ao virtual monopólio em telefonia fixa na região de atuação. Os fundamentos do negócio, portanto, continuam sólidos.

Existem dois veículos distintos para se investir em Brasil Telecom. A *holding* Brasil Telecom Participações (BRTP), que controla a operadora de telefonia e detém cerca de 64,5% do seu capital total, e a Brasil Telecom Operadora (BRTO). Nosso investimento é dividido entre ambos os veículos. Uma parte é feita em ações ordinárias da *holding*, e outra em preferenciais da operadora.

Nos últimos meses alguns eventos importantes ocorreram. Primeiramente, os fundos de pensão destituíram o Opportunity da gestão do CVC/Opportunity FIA, e, portanto, um dos pilares de sustentação do Opportunity no controle da Brasil Telecom foi abalado. Algum tempo depois, o Opportunity foi destituído também pelo Citibank

como gestor do CVC International, outro braço controlador da empresa. Ato contínuo, Fundos de Pensão e Citibank assinaram acordo de acionistas se comprometendo a atuar de forma coordenada daqui pra frente.

Embora ainda restem algumas batalhas jurídicas para que efetivamente Fundos de Pensão e Citibank assumam o controle da empresa, o fato é que estes deram passos relevantes nesta direção.

Caso Fundos de Pensão e Citibank consigam de fato assumir o controle da empresa, o passo seguinte deverá ser a sua preparação para a venda.

Caso a sucessão de eventos descrita acima se concretize, as ações ordinárias da empresa serão fortemente beneficiadas. Avaliamos que a eventual venda do controle da empresa pelos Fundos de Pensão em conjunto com o Citibank garantirá aos minoritários ordinaristas o direito de *tag-along* previsto na lei das S/A. Desta forma, os minoritários ordinaristas receberiam 80% do valor recebido pelos atuais controladores.

Neste cenário, o potencial de valorização das ações ordinárias da Brasil Telecom (BRTP3) é muito relevante.

Já o investimento nas ações preferenciais da operadora é baseado na percepção de que o preço, bastante depreciado em relação ao de outras empresas do setor, não pode ser justificado pela performance operacional da empresa. É reflexo das altas taxas de desconto exigidas pelos investidores, explicadas pelo alto risco societário percebido em função do *imbroglio* societário.

Entretanto, apesar de o risco societário estar explícito, não consideramos que seja muito diferente do risco verificado em outras empresas do setor, que negociam com prêmios relevantes em relação à Brasil Telecom.

Na ótica do mercado, pelo simples fato de os riscos de empresas semelhantes à Brasil Telecom não serem tão evidentes são menores. Acreditamos que o desconto atual é exagerado.

Logicamente, existem potenciais riscos que tenderiam a se materializar após a troca de controle da empresa.

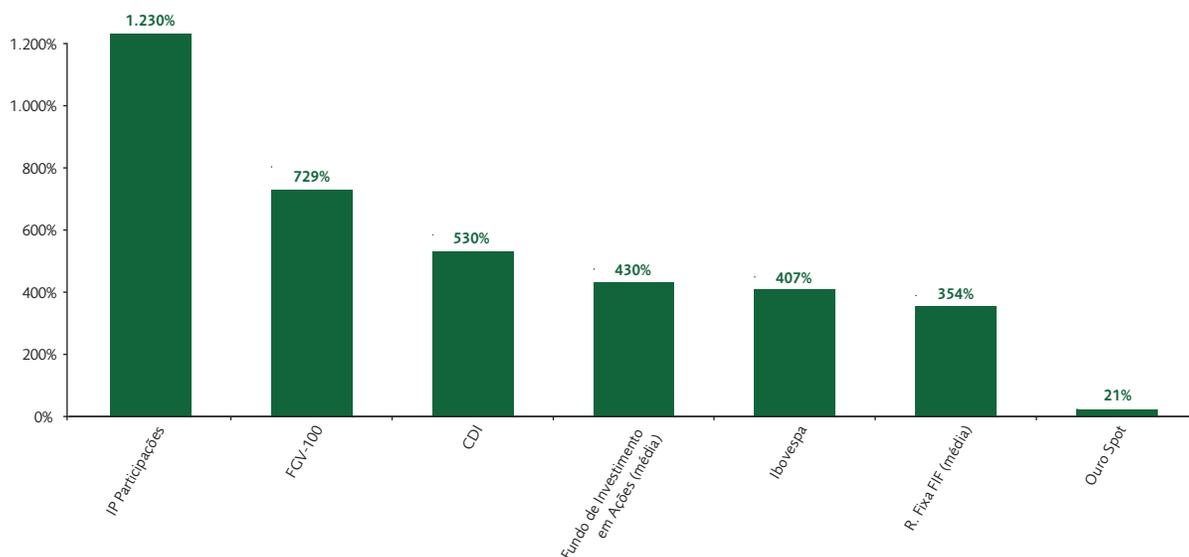
Fizemos diversas simulações, todas muito conservadoras sob a ótica do investidor em ações preferências da operadora (BRTO4) e concluímos que o mercado precifica o pior dos mundos para esta empresa. Para ilustrar esta afirmação, fizemos uma simulação em que a Telecom Itália compraria o controle da Brasil Telecom daqui a 1 ano e meio e, em seguida, venderia para a Brasil Telecom todas as operações celulares que possui no Brasil a um múltiplo correspondente a 10 vezes a geração de caixa destas empresas estimada para 2006.

Neste cenário, o potencial de valorização por fluxo de caixa descontado, apesar de diminuir, continua atraente. Fazendo uma análise por múltiplos, o cenário acima implicaria uma elevação do múltiplo de EV/EBITDA para 3,3 em 2006, ainda abaixo da média do setor.

Portanto, nota-se que o investimento no atual nível de preços já incorpora grande parte dos prováveis riscos. Mesmo projetando-se um cenário societário muito conservador para a empresa, suas ações preferenciais estariam descontadas vis a vis outras empresas comparáveis do setor. O nervosismo do mercado nos propiciou e tem propiciado boas oportunidades de investirmos neste ativo com uma margem de segurança adequada, o que nos deixa otimistas com o futuro do investimento do Fundo em Brasil Telecom.

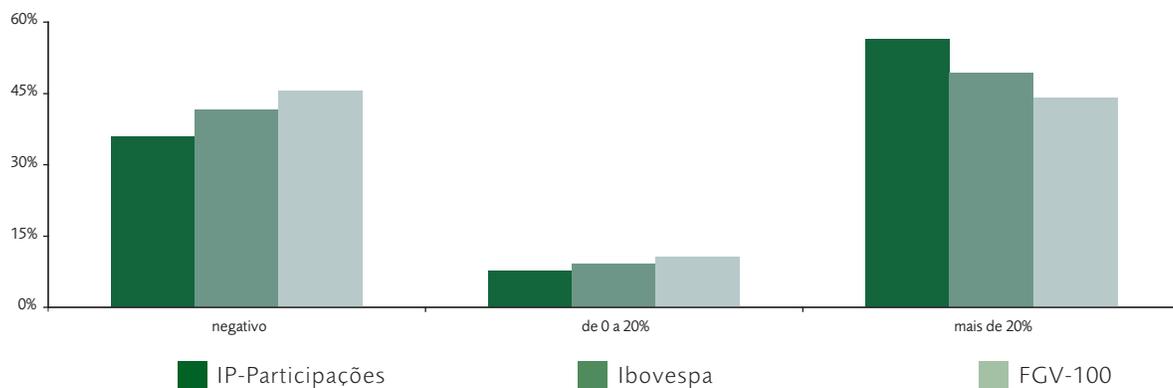
Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93 até 31/03/05)



IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de Retornos Anuais ("trailing" diário de 26/02/93 até 31/03/05)



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	41,49%	28,16%	44,37%	30,00%	17,74%	32,64%
2005	-0,64%	1,06%	-1,40%	0,35%	1,51%	-0,96%
Março-05	-3,72%	-8,07%	-7,43%	-1,93%	-5,55%	-4,89%
Desde 26/02/93 (*)(**)	1.229,55%	407,26%	728,79%	-	-	-
Retorno anualizado (*)	24,08%	14,50%	19,29%	-	-	-
Volatilidade histórica (***)	24,62%	42,54%	29,15%	-	-	-

(*) 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)

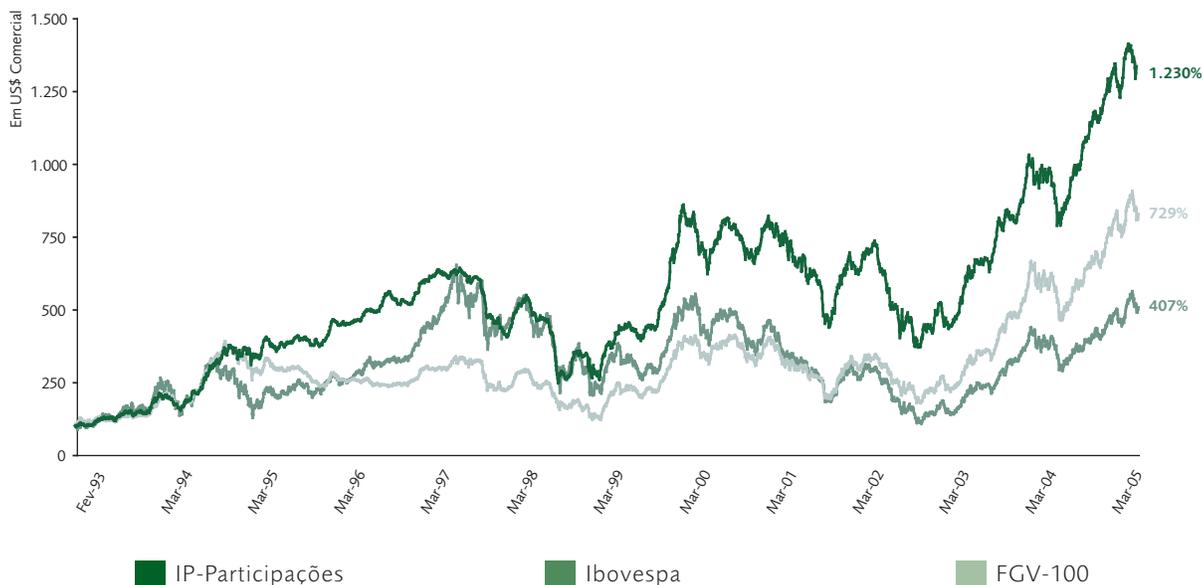
Valor da Cota em 31/03/05: R\$ 6,217632 / USD 2,332020

Patrimônio Líquido em 31/03/05 (mil): R\$ 136.053 / USD 51.029

Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 125.351

IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade Acumulada (US\$) de 26/02/93 a 31/03/05



INFORMAÇÕES

Aplicação

Mínimo Inicial: R\$ 100.000

Mínimo Adicional: R\$ 20.000

Conversão de Cotas na Aplicação: Cota do dia seguinte ao da disponibilização dos recursos.

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

Conta do Fundo (Para TED):

Banco Itaú (341) - agência 2001 - c/c 09.317-4

IP-Participações Fundo de Investimento em Ações - CNPJ 29.544.764/0001-20.

Resgate

Mínimo: R\$ 20.000

Saldo Mínimo Remanescente: R\$ 100.000

Conversão de Cotas no Resgate: Cota de 1 dia útil após a solicitação.

Pagamento do Resgate: 3 dias úteis após a data de conversão de cotas.

Horário de Movimentação: Os resgates devem ser solicitados até às 14:00h.

Liquidez: Diária, com taxa de saída de 5% sobre o valor do montante resgatado.

Resgate Programado Isento da Taxa de Saída: Desde que solicitado até o dia 10 de cada mês e especificado pelo cotista, o resgate se dará na forma abaixo, sem a cobrança da taxa de saída.

Conversão de Cotas no Resgate Programado: Cota do 3º dia útil anterior ao último dia útil do respectivo mês.

Pagamento do Resgate Programado: 3 dias úteis após a data de conversão de cotas (último dia útil do respectivo mês).

Taxas

Taxa de Administração: 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo, apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de Performance: 15% sobre o ganho que exceder à variação do IGP-M, apurada diariamente e paga mensalmente, com marca d'água.

Taxa de Saída: 5% sobre o valor do montante resgatado, em benefício do Fundo.

Os resgates programados na forma acima serão isentos da taxa de saída.

Imposto de Renda: 15% sobre os ganhos nominais. O imposto será calculado e recolhido exclusivamente no resgate.

Divulgação do Valor da Cota

Diariamente no caderno Finanças do Valor Econômico, no ranking dos Fundos de Ações outros, também disponível pelo Disque-cotas: tel. (21) 2104-0560, ou pelo site 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

faleconosco@investidorprofissional.com.br

Este Fundo é distribuído por:



Mellon Serviços Financeiros

Este Fundo é auditado por:



Este Fundo é custodiado por:

Banco Itaú S.A.



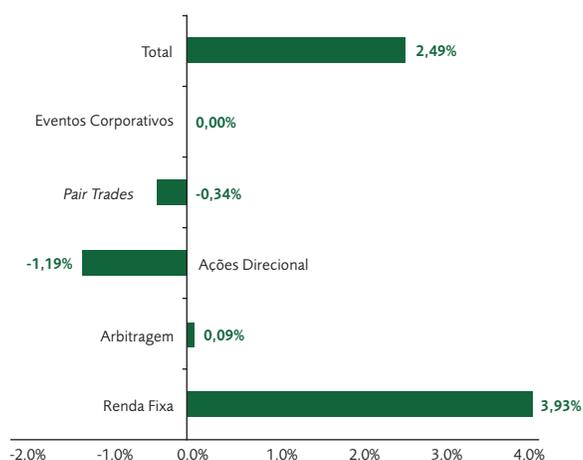
O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 2,49% no trimestre. No ano de 2005, o Fundo acumula valorização de 2,49%, ou 59,57% do CDI. Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, o Fundo acumula valorização de 38,49%, ou 117,21% do CDI.

DESEMPENHO / RESULTADOS

O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 2,49% no trimestre.

No trimestre, o Fundo registrou perdas nas estratégias direcionais e *pair trades*, e ganhos nas operações de arbitragem, conforme o gráfico abaixo.

Retorno por Estratégia (no trimestre)



A principal contribuição negativa no período foi originada de uma operação *long* em Coteminas, cujo racional segue descrito abaixo:

Posição comprada em Coteminas

Exposição Média do Fundo: 3,0%

A posição comprada em ações preferenciais de Coteminas foi a principal contribuição negativa da carteira neste primeiro trimestre. O nível de incerteza do mercado com relação aos resultados de 2005 aparenta ter sido a principal razão para a queda do preço da ação.

O ano de 2005 será marcado por uma forte mudança estrutural no setor têxtil mundial. O fim do acordo Multifibras, que "controlava" via sistema de cotas o comércio mundial de produtos têxteis, produzirá efeitos relevantes que devem ser analisados detalhadamente.

Primeiramente, deve-se destacar o efeito da China sobre o comércio mundial, que, em função da forte competitividade, deve apresentar grande crescimento nos segmentos intensivos em mão-de-obra como vestuário e confecções. Alguns estudos afirmam que a China será em pouco tempo responsável por 50% do mercado americano neste segmento.

O mercado percebeu essa mudança como uma forte ameaça para a Coteminas.

No entanto, o foco da empresa é no segmento de CAMEBA (cama, mesa e banho). Segmento este, muito menos intensivo em mão-de-obra, e que tem como variável chave de competitividade, o custo do algodão. Dado que o Brasil é líder mundial em produtividade neste insumo, possuímos todos os ingredientes para competir de igual para igual com China, Índia e Paquistão neste segmento.

Assim sendo, não acreditamos que a Coteminas venha a ser engolida por seus concorrentes internacionais na briga pelo aumento do volume de vendas nos segmentos onde atua. O efeito negativo para a companhia vem da inevitável queda de preços, estimada em 10% para 2005. Este efeito será compensado pelo forte aumento do volume de vendas, que será verificado principalmente no lucrativo segmento de toalhas.

Os investimentos feitos pela Coteminas na planta industrial até 2004 (inclusive) permitem o grande aumento de volumes sem contrapartida em investimentos para 2005. A forte demanda no mercado externo pelos produtos da Coteminas - liderada pela Springs, que deverá aumentar relevantemente o volume de compras de toalhas da companhia - garantirá um crescimento expressivo do volume de exportação no segmento de CAMEBA (aproximadamente 60%, segundo estimativa da IP). Este aumento de volumes

deverá mais do que compensar a queda dos preços internacionais. Mesmo com um Real mais valorizado, as vendas líquidas em Reais no segmento CAMEBA devem registrar aumento acima de 20% em 2005.

Um outro receio do mercado com relação ao desempenho de curto prazo da companhia se deve ao fator câmbio. A recente valorização do Real de fato produzirá um efeito negativo sobre os resultados do primeiro trimestre de 2005. No entanto, os resultados registrados no quarto trimestre de 2004 nos dão uma boa idéia do que esperar da empresa num cenário de câmbio mais valorizado. A Coteminas gerou R\$ 104 milhões de Ebitda – nada menos que seu recorde de geração de caixa trimestral. Diante de um câmbio médio de R\$ 2,78, registrou margem Ebitda de quase 29%.

O câmbio médio de R\$ 2,67 no primeiro trimestre de 2005 deve de fato impactar as margens da empresa, mas, por outro lado, o preço do algodão pode registrar uma queda de 20% em relação ao quarto trimestre de 2004 se ainda for válida a política de manter em média 150 a 180 dias de estoque. Logo, a combinação de maior volume de vendas no segmento de maior valor agregado com uma queda na principal fonte de matéria-prima pode surpreender expectativas exageradamente pessimistas.

Apesar do impacto negativo do câmbio e dos preços internacionais no curto prazo, as perspectivas para a empresa são amplamente favoráveis não apenas para o longo prazo, mas também para 2005. As notícias em evidência sobre a competição chinesa e Real fortalecido são efeitos que pressionam a ação no curto prazo, mas tendem a se dissipar na medida em que a empresa continue apresentando resultados sólidos e crescentes.

Trata-se de uma oportunidade clássica comprar um ativo desta qualidade por cerca de 5 x o lucro projetado para 2005.

Após a recente queda das ações, a posição do Fundo foi duplicada.

A principal contribuição positiva no trimestre se originou de um *pair trade* no setor elétrico, cujo racional segue descrito abaixo:

Posição Long Copel PN/Short Cemig PN

Exposição Média do Fundo: 3,0%

No trimestre, a principal contribuição positiva para o Fundo foi a operação *Long Copel/Short Cemig*, montada no mês de janeiro.

Ambas as empresas são o que se chama no setor elétrico de "integradas". Têm um braço de geração de energia, um de transmissão que leva a energia das usinas geradoras para os grandes centros consumidores e um de distribuição aos clientes finais. Desse modo, as duas são totalmente comparáveis do ponto de vista operacional. Além da similaridade na operação, Cemig e Copel são empresas de controle estatal e, portanto, os riscos societários inerentes tendem a ser equivalentes ao longo do tempo.

Uma exagerada distorção de valor entre as companhias nos motivou a montar a operação.

Copel está bastante descontada em relação à Cemig pelo fato de seu controlador - o Estado do Paraná, e em última instância, o governador Roberto Requião - estar agindo de maneira heterodoxa em relação ao repasse de tarifas para os consumidores finais de seu braço de distribuição.

Como em todas as distribuidoras do país, as tarifas da Copel são reguladas e corrigidas anualmente. Como se pode esperar de um negócio monopolista, todas as distribuidoras sempre reajustam suas tarifas para o patamar máximo permitido pelo órgão regulador, a ANEEL. No entanto, por determinação do governador, a Copel vem praticando, desde 2003, tarifas menores que o limite autorizado, contrariando todas as lógicas econômicas e de mercado.

O mercado vem punindo fortemente as ações da Copel, que já negociavam com desconto relevante em relação ao seu valor justo por causa da crise energética de 2001 e da crise "Lula" de 2002.

Entretanto, no fim de janeiro, foi indicado um novo CEO para a Copel, com larga experiência no setor e com um viés pró-repasse de tarifas. Imediatamente após a posse, o novo CEO anunciou junto com o governador um reajuste de tarifas de 5%, reduzindo a defasagem tarifária (entre o máximo que pode cobrar e o efetivamente cobrado) para o atual patamar de cerca de 9%.

A montagem da posição foi motivada pela percepção de que a queda das ações foi exagerada. Mesmo assumindo que a empresa manterá para sempre a defasagem, que atualmente é de 9% em relação à tarifa máxima permitida, seu potencial de valorização é da ordem de 100%.

Já a Cemig, na nossa avaliação, não apresenta desconto como a Copel e negocia a um valor muito próximo do justo, de acordo com seu fluxo de caixa descontado.

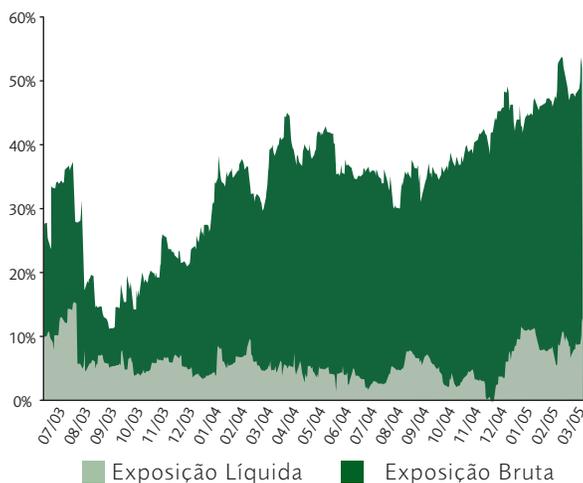
A atual distorção de percepção de risco entre as duas empresas não pode ser justificada pelos fundamentos. Os negócios são muito parecidos e o controle de ambas é estatal. Embora o quadro atual seja desfavorável à Copel do ponto vista do risco político, tal situação é claramente cíclica. Para ilustrar essa afirmação, vale lembrar que em 2001 Copel chegou a ter publicado um edital de privatização e Cemig era "controlada" em última instância pelo então governador Itamar Franco.

Evidentemente, esta "ciclicidade política" pode demorar a reverter-se a favor da Copel, mas considera-se o *upside* relativo de Copel vs Cemig atraente o suficiente para justificar a espera.

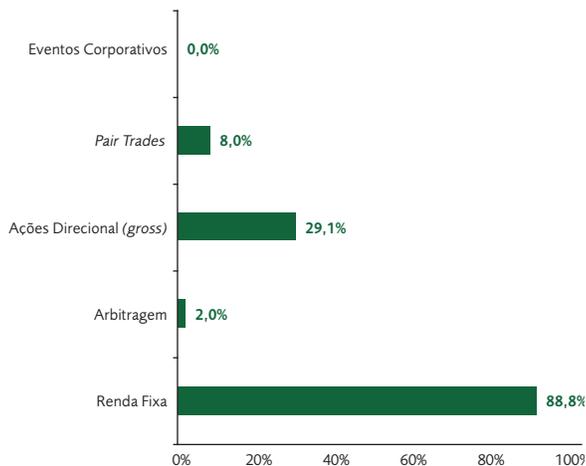
Acredita-se tratar de uma excelente oportunidade para o Fundo.

EXPOSIÇÃO / RISCO

No trimestre, o nível de exposição médio do fundo foi aumentado significativamente (vide gráfico abaixo). Ao final do trimestre, a exposição bruta era de 49,1% e a exposição líquida, de 11,2%.



Exposição do Fundo por Estratégia em 31/03/05



O aumento na exposição reflete um maior número de distorções encontradas no mercado acionário e, conseqüentemente, um maior potencial de valorização para o Fundo.

Rentabilidade (R\$)	IP-Equity Hedge	CDI	% CDI
Março 05	-0,05%	1,52%	-3,0%
Fevereiro 05	2,00%	1,22%	151,9%
Janeiro 05	0,53%	1,38%	38,2%
Dezembro 04	0,33%	1,48%	22,9%
Novembro 04	1,45%	1,25%	103,7%
Outubro 04	0,88%	1,21%	77,8%
Setembro 04	1,68%	1,24%	129,7%
Agosto 04	1,80%	1,29%	146,2%
Julho 04	2,02%	1,28%	168,3%
Junho 04	1,64%	1,22%	134,2%
Mai 04	2,02%	1,22%	165,5%
Abril 04	0,16%	1,17%	13,6%
12 meses	15,41%	16,64%	92,6%
2005 (YTD)	2,49%	4,18%	59,6%
2004	16,73%	16,17%	103,4%
2003 (*)	15,82%	9,76%	162,1%
Desde 07/07/2003 (*)	38,49%	32,84%	117,2%
<i>Volatilidade histórica</i>	<i>2,64%</i>	<i>0,13%</i>	

(*) Início do Fundo

PL em 31/03/05 (mil): R\$ 125.976

Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 95.325

INFORMAÇÕES

Aplicação

Mínimo Inicial: R\$ 100.000

Mínimo Adicional: R\$ 20.000

Conversão de Cotas na Aplicação: Cota do dia da disponibilização dos recursos.

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

Conta do Fundo (Para TED):

Banco Itaú (341) - agência 2001 - c/c 12.032-4

IP-Equity Hedge Fundo de Investimento Multimercado -

CNPJ 05.728.069/0001-50.

Resgate

Mínimo: R\$ 20.000

Saldo Mínimo Remanescente: R\$ 100.000

Conversão de Cotas no Resgate: Cota de 3 dias úteis após a solicitação.

Pagamento do Resgate: 1 dia útil após a data de conversão de cotas.

Horário de Movimentação: Os resgates devem ser solicitados até às 14:00h.

Liquidez: Diária, com taxa de saída de 5% sobre o valor do montante resgatado.

Resgate Programado Isento da Taxa de Saída: Desde que solicitado até o dia 10 de cada mês e especificado pelo cotista, o resgate se dará na forma abaixo, sem a cobrança da taxa de saída.

Conversão de Cotas no Resgate Programado: Cota do penúltimo dia útil do respectivo mês.

Pagamento do Resgate Programado: 1 dia útil após a data de conversão de cotas (último dia útil do respectivo mês).

Taxas

Taxa de Administração: 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo, apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder à variação do CDI, apurada diariamente e paga semestralmente, com marca d'água.

Taxa de Saída: 5% sobre o valor do montante resgatado, em benefício do Fundo.

Os resgates programados na forma acima serão isentos da taxa de saída.

Imposto de Renda: Entre 15% e 22,5% sobre os ganhos nominais, dependendo do tempo de permanência do investimento no Fundo e do prazo médio da carteira do Fundo. O imposto será calculado e recolhido 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.

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:



Mellon Serviços Financeiros

Este Fundo é auditado por:



Este Fundo é custodiado por:



• *"Ao longo destes 35 anos, as empresas americanas têm apresentado resultados impressionantes. Deveria ter sido fácil, portanto, para os investidores obterem retornos gordos: tudo que teriam de fazer era pegar carona com a América corporativa de uma maneira diversificada e com baixos custos. Um fundo indexado, no qual nunca mexessem, teria entregue o resultado desejado. Ao invés disso, muitos investidores têm tido experiências que vão da mediocridade ao desastre.*

Tem havido três causas principais: primeiro, altos custos, geralmente porque os investidores negociavam excessivamente ou gastavam muito além do necessário em administração de investimentos; segundo, decisões sobre carteiras com base em dicas e modismos, ao invés de avaliações bem pensadas e quantificadas de empresas; terceiro, um enfoque de começa-e-pára em relação ao mercado, marcado por entradas inoportunas (depois de que um avanço já se instalara há muito tempo) e saídas também inoportunas (depois de períodos de estagnação ou queda). Os investidores deveriam lembrar-se de que a excitação e as despesas são seus inimigos. E se eles insistem em tentar acertar a hora de mudar sua participação no mercado acionário, deveriam tentar ser medrosos quando os outros forem gulosos, e gulosos quando os outros forem medrosos." - Warren Buffett no Relatório Anual da Berkshire Hathaway

• *"...E, de novo, a nossa recomendação de cautela costumeira: a macroeconomia é um jogo duro no qual poucas pessoas, Charlie e eu inclusive, demonstraram perícia. É bem possível que acabemos descobrindo que os nossos julgamentos em relação às moedas estavam errados. (Na verdade, o fato de que tantos peritos estão prevendo agora um dólar mais fraco nos deixa desconfortáveis.) Se for assim, nosso erro virá bem a público. A ironia é que, se escolhêssemos o caminho oposto, deixando todos os ativos da Berkshire em dólares mesmo enquanto caíssem significativamente em valor, ninguém notaria o nosso erro. John Maynard Keynes disse na sua obra genial, *The General Theory*: "A sabedoria do mundo ensina que é melhor, para a nossa reputação, fracassar de modo convencional do que obter sucesso de forma não convencional". (Ou, para colocá-lo em termos menos elegantes, podem debochar dos lemingos como uma classe, mas nunca um determinado lemingo será criticado.) Do ponto de vista da reputação, o Charlie e eu corremos um risco óbvio com o nosso compromisso cambial. Mas acreditamos em administrar a Berkshire como se nos pertencesse 100%. E, se isso fosse o caso, não estaríamos seguindo uma política de "somente dólares".* - Warren Buffett no Relatório Anual da Berkshire Hathaway

• *Um crítico observou uma vez que vários economistas mencionados com frequência nos noticiários "previram dez das duas últimas recessões".*

• *"O próprio mercado é muito volátil ... Agora, ninguém parece saber quando um "bear market" (mercado em baixa acentuada) irá acontecer. Pelo menos, se souberem de uma baixa, não dizem a ninguém. Eu não me lembro de ninguém que tenha previsto corretamente um movimento do mercado mais de uma vez, e há muitas previsões. Portanto as baixas irão acontecer. Se você estiver no mercado, é necessário que você saiba que haverá quedas. E vai haver limites de alta, e a intervalos de mais ou menos dois anos você terá uma correção de 10 por cento. Isso é um eufemismo para dizer que você perde muito dinheiro com rapidez. Isso é o que se chama de "correção". E um "bear market" significa 20-25-30 por cento de queda. Tais quedas irão acontecer. Quando começarão, ninguém sabe. Se você não estiver preparado para isso, você não deveria estar no mercado acionário. Quero dizer, o estômago é o principal órgão neste negócio. Não é o cérebro. Você tem estômago para estes tipos de queda? E como anda o seu timing? O seu horizonte é de um ano? O seu horizonte é de dez ou de vinte anos? Se você tiver tido a sorte de economizar muito dinheiro e estiver em vias de mandar um filho para a universidade e o seu filho estiver para começar daqui a um ano, e você decidir investir em ações diretamente ou num fundo mútuo com horizonte de um ano ou dois anos, isto é tolice. É como apostar no vermelho ou no preto num cassino. O que o mercado fará em um ano ou dois, você não sabe. O tempo está do seu lado no mercado acionário. Está do seu lado. E quando as ações caem, se você tiver o dinheiro, você não se preocupa com isso e você aplica mais, você não deve se preocupar. Você deve se preocupar sobre como as ações estarão daqui a 10 anos, daqui a 20 anos, daqui a 30 anos. Eu tenho muita confiança." - Peter Lynch - Autor de "Beating the Street" e "One Up on Wall Street" e ex-gestor do fundo Magellan, em entrevista de 1996.*

• *"Ao longo destes 35 anos, as empresas americanas têm apresentado resultados impressionantes. Deveria ter sido fácil, portanto, para os investidores obterem retornos gordos: tudo que teriam de fazer era pegar carona com a América corporativa de uma maneira diversificada e com baixos custos. Um fundo indexado, no qual nunca mexessem, teria entregue o resultado desejado. Ao invés disso, muitos investidores têm tido experiências que vão da mediocridade ao desastre.*

Tem havido três causas principais: primeiro, altos custos, geralmente porque os investidores negociavam excessivamente ou gastavam muito além do necessário em administração de investimentos; segundo, decisões sobre carteiras com base em dicas e modismos, ao invés de avaliações bem pensadas e quantificadas de empresas; terceiro, um enfoque de começa-e-pára em relação ao mercado, marcado por entradas inoportunas (depois de que um avanço já se instalara há muito tempo) e saídas também inoportunas (depois de períodos de estagnação ou queda). Os investidores deveriam lembrar-se de que a excitação e as despesas são seus inimigos. E se eles insistem em tentar acertar a hora de mudar sua participação no mercado acionário, deveriam tentar ser medrosos quando os outros forem gulosos, e gulosos quando os outros forem medrosos." - Warren Buffett no Relatório Anual da Berkshire Hathaway

• *"...E, de novo, a nossa recomendação de cautela costumeira: a macroeconomia é um jogo duro no qual poucas pessoas, Charlie e eu inclusive, demonstraram perícia. É bem possível que acabemos descobrindo que os nossos julgamentos em relação às moedas estavam errados. (Na verdade, o fato de que tantos peritos estão prevendo agora um dólar mais fraco nos deixa desconfortáveis.) Se for assim, nosso erro virá bem a público. A ironia é que, se escolhêssemos o caminho oposto, deixando todos os ativos da Berkshire em dólares mesmo enquanto caíssem significativamente em valor, ninguém notaria o nosso erro. John Maynard Keynes disse na sua obra genial, *The General Theory*: "A sabedoria do mundo ensina que é melhor, para a nossa reputação, fracassar de modo convencional do que obter sucesso de forma não convencional". (Ou, para colocá-lo em termos menos elegantes, podem debochar dos lemingos como uma classe, mas nunca um determinado lemingo será criticado.) Do ponto de vista da reputação, o Charlie e eu corremos um risco óbvio com o nosso compromisso cambial. Mas acreditamos em administrar a Berkshire como se nos pertencesse 100%. E, se isso fosse o caso, não estaríamos seguindo uma política de "somente dólares".* - Warren Buffett no Relatório Anual da Berkshire Hathaway

• *Um crítico observou uma vez que vários economistas mencionados com frequência nos noticiários "previram dez das duas últimas recessões".*

• *"O próprio mercado é muito volátil ... Agora, ninguém parece saber quando um "bear market" (mercado em baixa acentuada) irá acontecer. Pelo menos, se souberem de uma baixa, não dizem a ninguém. Eu não me lembro de ninguém que tenha previsto corretamente um movimento do mercado mais de uma vez, e há muitas previsões. Portanto as baixas irão acontecer. Se você estiver no mercado, é necessário que você saiba que haverá quedas. E vai haver limites de alta, e a intervalos de mais ou menos dois anos você terá uma correção de 10 por cento. Isso é um eufemismo para dizer que você perde muito dinheiro com rapidez. Isso é o que se chama de "correção". E um "bear market" significa 20-25-30 por cento de queda. Tais quedas irão acontecer. Quando começarão, ninguém sabe. Se você não estiver preparado para isso, você não deveria estar no mercado acionário. Quero dizer, o estômago é o principal órgão neste negócio. Não é o cérebro. Você tem estômago para estes tipos de queda? E como anda o seu timing? O seu horizonte é de um ano? O seu horizonte é de dez ou de vinte anos? Se você tiver tido a sorte de economizar muito dinheiro e estiver em vias de mandar um filho para a universidade e o seu filho estiver para começar daqui a um ano, e você decidir investir em ações diretamente ou num fundo mútuo com horizonte de um ano ou dois anos, isto é tolice. É como apostar no vermelho ou no preto num cassino. O que o mercado fará em um ano ou dois, você não sabe. O tempo está do seu lado no mercado acionário. Está do seu lado. E quando as ações caem, se você tiver o dinheiro, você não se preocupa com isso e você aplica mais, você não deve se preocupar. Você deve se preocupar sobre como as ações estarão daqui a 10 anos, daqui a 20 anos, daqui a 30 anos. Eu tenho muita confiança." - Peter Lynch - Autor de "Beating the Street" e "One Up on Wall Street" e ex-gestor do fundo Magellan, em entrevista de 1996.*



Sócios:

Roberto Vinhães
Christiano Fonseca Filho
Pedro Chermont
João Emílio Ribeiro Neto
Isabella Saboya
Elsen Carvalho
Bruno Levacov
Leonardo Messer
Marcelo Szekacs de Magalhães

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