

RELATÓRIOS DE GESTÃO

IP-PARTICIPAÇÕES FIA / IP-VALUE HEDGE FIA

TERCEIRO TRIMESTRE / 2009



INVESTIDOR
PROFISSIONAL
DESDE 1988

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 venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Nos fundos geridos pela Investidor Profissional a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Investidor Profissional utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. A Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

ÍNDICE

| | |
|------------------------------|-----------|
| Investimentos | 4 |
| IP-Participações FIA | 4 |
| IP-Value Hedge FIA | 12 |
| Performance | 15 |
| Informe IP-Participações FIA | 15 |
| Informe IP-Value Hedge FIA | 17 |
| Aleatórias | 19 |

IP-PARTICIPAÇÕES

A variação no preço de mercado das cotações dos ativos do portfólio do IP-Participações no terceiro trimestre de 2009 foi de 19,82%. Desde o início da gestão do Fundo pela IP, em 1993, o mesmo acumula rentabilidade de 4.175% em dólares, sempre líquida de todos os custos.

O percentual aplicado em ações caiu para 71,8% (incluindo as posições em empresas com sede no Brasil e em outros países). Mais uma vez, a redução representa não uma visão de mundo per se, mas a resultante de nossa incapacidade de encontrar alternativas **a preços que resultem numa margem de segurança suficiente** para uma maior exposição, respeitadas as limitações regulamentares e estatutárias do Fundo.

Resumidamente, as ações brasileiras **em geral** (e com baixo desvio padrão) nos parecem precificadas para um cenário positivo sem turbulências. E a experiência nos lembra que turbulências ocorrem com mais frequência do que gostaríamos. Em nível global vemos mais oportunidades, fruto principalmente de maior dispersão de precificação. Consequentemente a exposição a empresas internacionais permanece muito próxima ao limite máximo de 10%.

LUPUS

Há um ano escrevemos em nosso relatório:

"Isto é o mais perto que já estivemos do fim do mundo capitalista, pelo menos do ponto de vista da esfera dos investimentos. Não por conta das fortes oscilações de preço dos ativos ou das caras de pânico e desespero, mas porque as falhas e vulnerabilidades do sistema foram expostas de forma tão contundente que torna muito provável que várias mudanças venham a acontecer em nível global.

Isso é sempre terreno altamente perigoso, uma vez que a necessidade de mudanças não implica

necessariamente em boas soluções. Uma declaração atribuída ao presidente da Venezuela, Hugo Chávez, ilustra bem um dos riscos que mais tememos: "Quando eu nacionalizo empresas estratégicas para o nosso país, sou criticado, quando é o Bush, tudo bem".

Nas circunstâncias atuais, e a partir dos prováveis desdobramentos da crise financeira na economia real, políticos perversos podem construir facilmente argumentos manipulativos, coagindo as massas e legislando em causa própria. Além do esperado aumento da regulamentação em geral, alguns dos "ismos" tradicionais: o intervencionismo, o nacionalismo, o protecionismo e até mesmo o belicismo devem voltar a nos assombrar".

Adiantando este filme um ano, apesar do clima de otimismo bastante disseminado, estamos apreensivos. Não há dúvidas de que a queda de juros, as perspectivas do pré-sal e os benefícios de um gradual aumento da inserção do Brasil no mundo globalizado vêm ajudando e devem continuar contribuindo positivamente. Mas há dois fatores cuja combinação nos tira o sono: a hipertrofia do Estado e os preços. Os preços das ações, **em geral**, chegaram a um patamar razoável para um cenário de crescimento harmonioso. Mas as tendências políticas nos parecem divergir cada dia mais de uma linha que possa seguir harmoniosamente.

O aumento contínuo do tamanho do Estado em relação à economia como um todo é matematicamente insustentável. A nosso ver já passou do ponto sustentável e tende a gerar um sério custo se não revertido. E mais, dada a inércia dos mecanismos econômicos, os efeitos são retardados. Só sentiremos as consequências do que está sendo feito hoje daqui a alguns anos.

Já que temos estudado muito o setor de saúde no Brasil e no mundo, uma analogia nos vem claramente: governos são como um sistema imunológico. Quando

se restringem à sua função essencial de defender o organismo de invasores predatórios ou elementos internos incompatíveis, são fundamentais à vida. Quando ficam desregulados e exageram, como em doenças auto-imunes, atacam células e órgãos saudáveis, levando à morte do organismo se não devidamente controlados. A nosso ver, muitos países hoje sofrem de doença auto-imune.

ITAÚSA

O preço da ação desta que é nossa maior posição subiu praticamente em linha com o mercado: 23% (incluindo o dividendo) enquanto o Ibovespa subiu 19,5% no trimestre.

Se por um lado a mega-oferta global da filial brasileira do Santander e a cogitada oferta de aproximadamente 8% do Banco do Brasil na bolsa de Nova York indicam um acirramento da concorrência, também indicam a dimensão da oportunidade.

Além disso, o agressivo crescimento do Banco do Brasil, que segundo o ministro (representante do controlador, o governo federal) está emprestando mais a taxas menores, mesmo que aumente a competição no curto prazo, tende a ser mais um ponto a favor para os demais bancos no médio prazo. Isto porque, num inevitável momento de reversão, ocorre uma transferência natural dos piores créditos dos bancos mais ágeis e focados no controle de risco, que se recusam a renovar empréstimos, para instituições mais lentas, burocráticas e onde aspectos sociais e "desenvolvimentistas" (termo atualmente degradado) fazem parte da agenda.

Por que escolhemos Itaúsa? Pela qualidade tanto em nível operacional quanto societário. Em menos de um ano tivemos três exemplos concretos das vantagens de estar em Itaúsa, dois deles exclusivos em relação ao banco, fora o preço (Itaúsa negocia com desconto em relação a sua participação no Banco Itaú). O desconto das ações da Itaúsa em relação às do Itaú-Unibanco continua na faixa de 20% (23,39% em 31 de agosto de 2009), usando-se o preço da preferencial do banco, ou seja, sem atribuir prêmio de controle que a Itaúsa, como maior acionista e controladora, faria jus.

Ao longo do trimestre foi anunciada a terceira operação relevante do grupo em menos de um ano (Unibanco em 3 de novembro de 2008, Duratex/Satipel em 22 de junho e Porto Seguro em 24 de agosto de 2009). Assim como nos demais casos, os acionistas de Itaúsa, ordinaristas e preferencialistas, beneficiaram-se, como não poderia deixar de ser, da posição da Itaúsa de controladora do grupo. Dado que, sob a ótica societária, as operações foram positivas, a pergunta seguinte seria se fazem sentido do ponto de vista econômico-financeiro. Nos três casos, a combinação dos preços pagos com os ganhos estratégicos e de custos nos parece clara.

TOTVS

Uma das posições que vimos construindo há mais de um ano é a Totvs, que hoje ocupa um espaço relevante na carteira do IP-Participações.

Mesmo tendo colhido os frutos de uma alta significativa desde que começamos a montar a posição, continuamos otimistas com seus prospectos de longo prazo. Uma combinação única de produto, mercado, modelo de negócios e posição competitiva, suportados por uma equipe de execução arrojada e competente, fazem com que este seja um dos ativos que queremos manter por muito tempo – ainda que ajustando o tamanho da posição conforme o preço ditado pelo mercado.

DURATEX

Mais um caso que valida a máxima "boas surpresas acontecem em boas companhias". A engenhosa operação de fusão com a Satipel, criticada por muitos, foi concluída com êxito. A despeito das críticas, das quais discordamos qualificadamente, as ações apresentaram alta acima do mercado, subindo aproximadamente 30% no período.

E qual a razão da qualificação de nossa opinião? A antecipação de prêmio de controle recebida pela Itaúsa na operação através da conversão de suas ações ordinárias da "antiga Duratex" (que tinha o capital dividido em ordinárias e preferenciais), em ordinárias da "Nova Duratex" (cujo capital é de 100%

de ordinárias com regras do Novo Mercado da Bovespa) é sem dúvida discutível.

Dadas algumas fragilidades do Novo Mercado (na verdade de qualquer sistema de regras estabelecidas *a priori* e exposto à ambição humana), como demonstradas no caso mais extremo em operações como a da Cosan, a antecipação do prêmio de controle pode gerar uma expropriação de valores sem contrapartida. Mas analisando o caso específico, levando em conta não apenas o racional econômico, mas principalmente a reputação do Grupo Itaúsa, nos parece claro que a operação foi altamente positiva. O risco é ser usada em contextos diversos por controladores não tão bem intencionados.

SARAIVA

Os resultados do programa de livros didáticos foram anunciados pelo Governo. Os resultados da Editora foram acima das expectativas tanto em níveis absolutos quanto relativos, sempre lembrando que, em função dos ciclos trienais do programa de compras do Governo, este ano é mais fraco que o de 2008. Mas é importante notar que foi bem melhor que o de 2006, o último ano comparável.

Na Livraria os esforços de remodelação da rede adquirida através da Siciliano continuam com resultados bem satisfatórios e, finda esta fase, esperamos mais ganhos relevantes vindos de avanços na questão de logística e da .com.

LOJAS RENNER

Com a dissipação das nuvens econômicas (mais uma vez), as ações da nossa conhecida de longa data continuaram em forte alta (99% no ano e 157% desde o "fundo do poço" em novembro passado). Em função da redução da margem de segurança embutida no preço das ações da Renner, reduzimos gradativamente a exposição à companhia, de 8% para aproximadamente 6%.

GLOBEX

Fim da saga. Em seguimento à aquisição da empresa pelo Grupo Pão de Açúcar, optamos por uma troca

gradual e escalonada de nossas ações. Até o fim do trimestre, recebemos o equivalente a 83,3% da venda da nossa posição (que correspondia a 5,5% do patrimônio líquido do Fundo no final do trimestre passado) em caixa e os demais 16,7% recebemos em ações preferenciais classe B de Pão de Açúcar. Destas ações, 32% já foram convertidas em ações preferenciais classe A (negociáveis) e o restante será convertido da seguinte forma: 28% em 07/01/2010, 20% em 07/07/2010 e 20% em 07/01/2011. Adicionalmente, caso na data da conversão destas parcelas as ações Pão de Açúcar estejam abaixo do valor de referência de R\$ 40,00 corrigido pelo CDI, temos o direito de receber a diferença da companhia. Certamente algo bem distante do esperado quando foi feita a maior parte do investimento em abril de 2007, mas todas as perdas já foram registradas.

COTEMINAS/SPRINGS

Outro erro embaraçoso que temos endereçado desde as mudanças que implementamos na IP em julho do ano passado e que finalmente foi liquidado. Como diria Warren Buffett, "indefensável". Só nos resta apelar para piada sobre a antiga companhia de aviação belga "SABENA": *Such A Bad Experience, Never Again...*

AB INBEV

Continuamos reduzindo a posição na empresa, que foi a maior das posições internacionais do Fundo até o momento. A empresa continua fazendo progressos impressionantes, acima do esperado, mas a velocidade de recuperação das ações foi ainda maior. Nossas maiores compras foram na faixa de EUR 11 a 15 por ação e o preço atual supera os EUR 30 por ação. É o tipo de companhia que vale à pena para o longo prazo, mas dada a limitação de 10% para ativos internacionais, o custo de oportunidade do "espaço" é alto. Reduzimos a posição, que chegou a um máximo de 6,13% no final de 2008 para pouco menos de 2%.

NESTLÉ

Apesar de não vislumbrarmos a possibilidade de ganhos da ordem dos obtidos com AB InBev, para colocar de forma bem objetiva, muito nos atraem as marcas da companhia, sua distribuição, margens, solidez, retornos e domicílio fiscal. Por estar sediada em um dos poucos

países do mundo onde déficits não assustam, não há motivos para antevermos aumento de carga fiscal. Obviamente, dado que a empresa tem operações locais em diversos países, ela não é totalmente imune a este risco. Mas certamente tem vantagens nesta área. Este fato fica claro quando consideramos, por exemplo, que no caso de conclusão da venda de sua participação na Alcon (setor oftalmológico) à Novartis, a tributação sobre o ganho de capital é zero. Dado que ao preço da opção de venda que a empresa tem estamos falando de USD 25,9 bilhões, o benefício é claro. A Nestlé possui ainda uma participação de 30% na L’Oreal, cujo valor de mercado é da ordem de EUR 40 bilhões.

Além da vantagem fiscal e da participação no capital da L’Oreal, vale lembrar que estamos falando de uma empresa que fatura aproximadamente USD 100 bilhões/ano, com crescimento orgânico esperado de 5% a.a e um *dividend yield* de 3%, em um mundo que oferece uma preocupante perspectiva inflacionária a partir da perigosa combinação de taxas de juros baixas com excesso de créditos governamentais.

IMS HEALTH

Um dos casos mais interessantes dos últimos tempos no IP-Participações, esta posição é beneficiária das reduções em AB InBev, Google e Disney. Apesar da alta superior a 20% em pouco mais de um mês, continuamos aumentando a posição em função da evolução de nossos estudos.

A IMS é mais um negócio global (aproximadamente 2/3 das receitas vêm de fora dos Estados Unidos) de informação e inteligência sobre o mercado de saúde, especialmente a indústria farmacêutica. Seus principais produtos são informações sobre prescrição, vendas e *market share* de medicamentos, que podem ser agregados a partir de critérios micro-geográficos, por especialidade médica, por canais de distribuição, etc. Seus principais clientes são laboratórios farmacêuticos de todo o mundo, desde gigantes como Pfizer (maior cliente com

aproximadamente 5% das receitas) a *startups* de biotecnologia que precisam decidir quais os melhores parceiros para associação. Por ser líder absoluto em um negócio global, apesar do aparente nicho, a empresa fatura mais de USD 2 bilhões por ano.

A natureza do negócio traz muitas características desejáveis:

- É um negócio que requer pouquíssimo capital para operar. A empresa tem menos de USD 200 milhões de ativos físicos (líquidos de depreciação).
- Altíssimas barreiras a entrada. Não só a coleta de informações detalhadas em nível global é tarefa árdua, como a forma proprietária como estas informações são organizadas, o tratamento estatístico e o treinamento quanto a sua interpretação e uso e a confiabilidade conquistada ao longo de 50 anos fazem muita diferença.

Adicionalmente, a empresa apresenta aspectos positivos no que tange a dados econômico-financeiros:

- Ao longo dos últimos oito anos a empresa recomprou suas ações agressivamente, reduzindo seu número de 300 milhões para 180 milhões. O preço médio destas recompras foi de aproximadamente USD 18, já ajustado para eventuais diluições. Considerando que o preço de negociação no período ficou entre USD 15 e pouco mais de USD 30, as recompras foram bem feitas. O efeito prático é que foi aumentada a participação nos resultados futuros daqueles que mantiveram suas ações, a preço bastante razoáveis. (Em 30 de setembro o preço era de USD 15,35)
- Em linhas gerais, entre 2001 e 2008, a companhia:
 - Gerou aproximadamente USD 2,8 bilhões de caixa com suas operações
 - Investiu USD 1,5 bilhões no próprio negócio, (investimentos + aquisições + *software*), conseguindo com isto um aumento de USD 1,2 bilhões no faturamento (produtividade de aproximadamente de 75%, para um negócio que tem, em média, *cash margin* entre 15% e 20%).

- Devolveu aproximadamente USD 2,3 bilhões para os acionistas, sendo USD 2,1 bilhões através de recompras (líquido de emissões) e USD 170 milhões através de dividendos.
- A diferença foi "fechada" através de um aumento de endividamento de aproximadamente USD 1 bilhão. Importante ressaltar que se trata de financiamento de longo prazo, de baixo custo, com garantias confortáveis e liquidável através da geração de caixa da empresa.
- O *Enterprise Value* (valor de mercado das ações + dívida líquida de caixa) era de USD 8 bilhões em 2001. Hoje é de USD 3,5 bilhões. Enquanto isso, a geração de lucros e caixa mais que dobrou no período, de USD 130 milhões para USD 310 milhões e USD 190 milhões para USD 450 milhões respectivamente.

Obviamente, dados como estes levam imediatamente a se pensar no que pode estar errado. Qual o "contra-case"?

Temos investigado bem a questão, feito contatos diretamente com a empresa nos EUA, com sua linha de frente no Brasil, com clientes e usado consultorias especializadas do setor. Identificamos quatro pontos principais:

O primeiro é o turbilhão por que passa o setor de saúde, em particular nos EUA. Este é um fato, mas daí a concluir que o impacto é negativo e perene para todos os participantes da cadeia é outra coisa. Diante do projeto de mudanças para o setor, é válido pensar que mercados turbulentos valorizam informação.

Se por um lado hoje as *big pharma*s são os maiores clientes (e estas vão, sim, perder a contribuição bilionária de vários remédios *blockbusters* ao longo dos próximos 3 anos), a IMS possui milhares deles, com receita média anual por cliente acima de USD 500 mil, dentre as quais se incluem praticamente todos os produtores de medicamentos genéricos, várias empresas fabricantes de "*specialty pharma*" em classes terapêuticas promissoras como a oncologia,

além de várias empresas regionais (pequenas e médias) de países emergentes que vêm crescendo em ritmo bem mais acelerado que os gigantes de mercados mais maduros.

Contrapondo-se à falta de visibilidade no que concerne à política americana de saúde, aqui há um dado interessante. O maior acionista da empresa, com aproximadamente 7% do capital total segundo a última informação disponível, é a Ariel Investments. Dando um pouco de contexto, vale à pena lembrar um artigo publicado no Wall Street Journal logo após a eleição de Obama: "*Tuesday's election transformed John Rogers from an obscure money manager who eats at McDonald's every day into a confidant of the world's most-powerful man, come January. Mr. Rogers is chairman of Chicago-based Ariel Investments, the largest African-American-owned investment firm in the country...Mr. Obama spent Wednesday – his first day as president-elect – at Ariel's downtown Chicago office, huddling for six hours making calls and planning.*"

Olhando de forma inversa, a posição da Ariel na IMS é a sexta maior do seu fundo, e vem aumentando à medida que as cinco maiores vêm diminuindo.

Em segundo lugar, identificamos que a empresa vem procurando acelerar seu crescimento através da criação de serviços de maior valor adicionado, mais customizados, com mais consultoria, fato alinhado com o histórico do *top management*, em grande parte egresso da IBM. Mas até o momento, o sucesso desta iniciativa tem sido pequeno. A empresa ainda não conseguiu conquistar grandes contratos de natureza estratégica, na linha de "ajudar a usar os riquíssimos dados que fornece para desenvolver conjuntamente a estratégias mercadológicas globais". Até aqui, o contratos de consultoria têm se limitado a projetos de menor porte. Mas dados os atuais preços e múltiplos implícitos, não só não estamos pagando pelo projeto, como se pode construir o caso de que há um desconto pelo risco de destruição de valor. Ainda não conseguimos ter maiores convicções sobre este ponto. Hoje é onde alocamos a maior parte da margem de segurança que acreditamos existir no preço das ações.

Em terceiro lugar, temos o onipresente risco tecnológico. Em tese, a disseminação dos sistemas *online* poderiam representar uma grande ameaça. E certamente o são. Em especial os programas de *e-prescription*, onde os médicos preenchem suas receitas em sistemas integrados com farmácias, que podem facilitar a entrada de concorrentes. Nosso ponto é que "facilitar" parece ser um eufemismo. Na prática, ele tornaria possível algo antes impossível. Mas temos sérias dúvidas quanto à sua viabilidade. E mais, ter os dados é parte da história. Ter os clientes e os mesmos acostumados com produtos e padrões (nossas pesquisas indicam que a analogia com dados "Nielsen" ou "Ibope" se aplica bastante bem aqui) é outra. Todos os programas mais ambiciosos de informatização da medicina até hoje têm sido um retumbante fracasso em termos de resultado (e ótimo negócio, em geral, para os fornecedores). Um dia vamos chegar lá, mas temos expectativas mais baixas que o mercado em geral. As barreiras não são tecnológicas. São de semântica, padrões, processos e ao fim, como tudo, de interesses, incentivos e culturais. E isto, como sabemos, é bem mais difícil de mudar.

Por fim, um aspecto que embora não seja eliminatório sempre incomoda é o baixo nível de *insider ownership*. Apesar de parte relevante do patrimônio de alguns dos principais executivos da empresa estar comprometida na IMS, claramente não se trata de uma empresa "de dono". Este fator certamente tem impacto nos negócios e não seria razoável esperar da empresa um nível de comprometimento e foco como se vê em uma AB InBev, por exemplo. Por outro lado, este vem sendo o caso há anos e, se por um lado perdem-se alguns benefícios de uma estrutura mais incentivada, não encontramos indícios de que tenha sido algo danoso, como ocorre em muitos casos. Pelo contrário, a recompra considerável de ações ao longo dos anos chega a ser surpreendente nessas condições. E por fim, mais uma vez, o tamanho da posição da Ariel Investments é um ponto positivo. Mesmo que este não atue pró-ativamente como controlador, certamente adiciona um nível de conforto em relação a riscos de conflito de agente por parte dos executivos da empresa.

Concluindo: como em tudo na vida e, especialmente no mundo dos investimentos, os riscos existem. Mas dado o preço atual, julgamos que valem à pena. Combinado a todos os pontos acima, é bem possível que o mercado, dada a origem americana da empresa, esteja extrapolando as incertezas do mercado americano, estas mesmas a nosso ver exageradas, para um negócio que, como vimos acima, é eminentemente global. A IMS é hoje nossa maior posição na parcela internacional do Fundo.

BERKSHIRE HATHAWAY

Mantivemos nossa posição. Apesar da alta, nos parece que o mercado ainda não incorporou os ganhos obtidos pelo "bom velhinho" desde o início da crise. Algumas pessoas ressaltam o risco que representa a idade de Buffett. Nossa impressão é que este é um dado conhecido e endereçado internamente (vemos sinais cada dia mais claros de que David Sokol vai assumindo mais responsabilidades de CEO) e externamente, com o mercado aplicando um desconto de risco no preço das ações. A posição é relativamente pequena (devido à menor alavancagem em função do tamanho da empresa), o que nos deixa ainda mais confortáveis e prontos para agir caso uma chance maior apareça.

THERMO FISHER

Apesar da continuidade na alta das cotações, o ritmo foi menor que nos casos mais extremos. Além disto, quanto mais estudamos a companhia, mais gostamos. No fim do trimestre, a empresa anunciou que seu CEO iria ocupar o cargo de CEO da Bayer, enquanto que o COO, há muitos anos na companhia, assumiria o cargo de CEO. Tendo em vista este fato, além do histórico de governança da companhia, mantivemos a posição. Mais do que isto, continuamos aprofundando nossos estudos e canais. Idealmente gostaríamos de ter a chance de montar uma posição maior, especialmente a preços como os que montamos a posição inicial. Como sempre, contamos com a ajuda de nossa amiga volatilidade para tal.

NOKIA

Um caso relativamente oportunista, pelo menos por enquanto mais relacionado a uma diferença de percepção. Na onda do sucesso do iPhone, ao mesmo tempo em que as ações de Apple subiram, as de Nokia caíram. Sem dúvidas, o iPhone é no mínimo uma geração à frente da concorrência, no entanto o vemos mais como um fenômeno elitista. Não que a tecnologia não vá evoluir e, em pouco tempo, seja possível comprar um produto equivalente por uma fração do preço. Mas este é um *business* global, de escala monumental, onde distribuição é relevante. E é aí que a coisa fica um pouco diferente. Embora relativamente "pequena" nos EUA, com uma participação de aproximadamente 7%, a Nokia é muito maior que os concorrentes em nível global, em função de sua vasta distribuição na Europa e na Ásia. Na Índia, por exemplo, Nokia é sinônimo de celular, assim como Gillette é de lâmina de barbear.

Em termos econômico-financeiros, a empresa tem caixa líquido de aproximadamente EUR 3 bilhões, com retorno sobre patrimônio da ordem de 30% a.a ao longo dos últimos anos. O faturamento anual é superior a EUR 40 bilhões, semelhante ao seu valor de mercado, mesmo depois da recente alta (compramos a preços em torno de USD 13,5 por ADR). A título de comparação, segue tabela com os múltiplos de "*Enterprise Value/Sales*" de outras empresas *large-caps* saudáveis de tecnologia com marca e distribuição fortes:

| | |
|-------|-----|
| Apple | 4,1 |
| Rimm | 2,8 |
| Intel | 3,0 |
| Cisco | 3,1 |

Adicionalmente, ao longo dos últimos 10 anos a empresa gerou aproximadamente EUR 47 bilhões, investiu EUR 17 bilhões no negócios através de investimentos e aquisições, retornou EUR 33 bilhões aos acionistas sob a forma de dividendos e recompras de ações e "fechou a conta" reduzindo aproximadamente em EUR 3 bilhões sua posição de caixa.

Por hora, o preço da ação, considerando o nosso nível de conhecimento e o tamanho da posição, está dentro da margem de segurança que achamos razoáveis. A empresa tem várias iniciativas como serviços de localização, mídia, jogos, centralização de dados e meios de pagamento que podem tornar-se muito relevantes. Dado a relevância da migração para um "futuro móvel", continuamos aprofundando os estudos.

GOOGLE

Outro caso de empresa fantástica que vendemos "com dor no coração" em função da forte alta e do alto custo de oportunidade da parcela internacional limitada a apenas 10% do patrimônio do Fundo. Zeramos a posição restante a aproximadamente USD 500, ganho de praticamente 100% desde nossa primeira compra a USD 256 em novembro passado.

CONSENSOS, ESPECIALISTAS E PREÇOS

Há um ano, numa grande conferência realizada em São Paulo, foi feita uma pesquisa entre os "s sofisticados" investidores sobre quais eram suas recomendações de investimentos para atravessar, da melhor maneira possível, os próximos 12 meses. O maior consenso era de que se devia evitar a todo custo empresas com grande exposição ao mercado doméstico brasileiro. Acreditamos que, não por acaso, no período de 12 meses que se seguiram, este foi o segmento cujas ações apresentaram melhor desempenho. Já este ano, o segmento liderou as expectativas positivas para os próximos 12 meses...

Analogamente, na edição do último fim de semana de setembro, o site do Wall Street Journal apresentava a seguinte manchete: "*Emerging Markets are Looking Up*".

O pico de 2008 que antecedeu a queda de mais de 55% do Ibovespa (em dólares) no ano passado ocorreu logo após o Brasil virar "*Investment Grade*". Por fim, o nosso indicador "caseiro" de euforia de mercado também não prevê um cenário de calmaria. A pilha de prospectos de ofertas públicas despejados todos os dias de manhã na recepção da IP anda bem alta. Se a história servir como guia...

Por um caminho distinto, o da comparação de preços com valores, chegamos a mesma conclusão: é hora de "colocar os bois na sombra". Temos hoje a menor exposição desde julho do ano passado no IP-Participações.

CONCLUSÃO

Novamente lançamos mão do que escrevemos há um ano atrás (e 46,22%⁽¹⁾ depois em relação a 30/09/08):

"...é ingênuo pensar que o mercado vai virar apenas quando as coisas começarem a melhorar. Formação de preços tem a ver com equilíbrio entre oferta e demanda por ativos, e não com os resultados presentes. E alguns preços de hoje já descontam bem mais do que a queda de expectativa de resultados futuros."

Certamente a maioria dos resultados da maioria das empresas neste segundo semestre, e no último trimestre em especial, virão bem melhores que os de um ano atrás. A base de comparação era simplesmente muito baixa, correspondendo ao período de estado de choque das atividades econômicas. E mais, desde

então, muitas reduções de custos foram feitas. Mas este é um dos poucos dados amplamente conhecidos do problema, e portanto, já deve estar, ao menos em grande parte, incorporado nos preços. A grande questão agora é como vai se comportar a economia global à medida em que "os equipamentos de suporte à vida forem retirados".

Como sempre, estamos investindo em negócios de qualidade e, mais do que nunca, qualidade global, **a preços que oferecem conforto**. Em não havendo alternativas suficientes, "sentamos" no caixa e continuamos os estudos com disciplina. Por mais que os governos mantenham os "turbos" ligados, a relação preço/retorno potencial nos parece hoje pior do que há um ano. Estamos somente com posições com as quais estaríamos confortáveis se a bolsa fechasse por alguns anos. Como já vimos muitas e muitas vezes nestes 21 anos, "para chegar em primeiro, primeiro é preciso chegar".

(1) Em dólares

IP-VALUE HEDGE

A variação no preço de mercado dos investimentos do IP-Value Hedge foi de 8,42% no terceiro trimestre e de 37,18% no acumulado do ano. Desde o início da gestão do Fundo pela IP, em 2006, o mesmo acumula rentabilidade de 76,82% sempre líquido de todos os custos.

O Fundo encerrou o trimestre com posições direcionais compradas equivalentes a 37,29% do seu patrimônio líquido, enquanto as posições vendidas representavam 19,76%. Operações de arbitragem adicionavam 21,45% para as posições compradas e 21,45% para posições vendidas. Além disso, possuíamos 6,40% de exposição em outras operações para proteção da carteira. Com isso, a exposição líquida comprada do IP-Value Hedge caiu para 17,52%. A exposição bruta aumentou para 106,35% do patrimônio líquido.

Após mais um trimestre de valorização para a bolsa brasileira (19,53%), infelizmente não podemos dizer que estamos tão otimistas em relação aos preços quanto no final de 2008.

Acreditamos que a economia brasileira, e em particular, as empresas investidas pelo Fundo, apresentam ótimas perspectivas de crescimento pela frente. Claro que a combinação de juros reais mais baixos (da ordem de 4-5%) com uma maior oferta de crédito irrigando a economia terá um impacto poderoso na atividade econômica, "desengavetando" projetos de retornos mais baixos outrora não justificáveis e impulsionando o consumo. No entanto, o otimismo dos mercados e os preços menos favoráveis não nos dão conforto. As projeções favoráveis implícitas nas cotações das empresas brasileiras deixam hoje pouco espaço para surpresas negativas.

Mesmo reconhecendo os avanços obtidos na gestão das contas públicas nos últimos 10-15 anos, o aumento nos gastos públicos, em grande parte permanente apesar da chancela de "política fiscal anticíclica", e o aumento do Estado na economia, são questões que poderão trazer consequências

desagradáveis no futuro. Ao redor do mundo, é incerta (para denotar um tom mais otimista) a sustentabilidade da demanda agregada uma vez retirados os suportes dos programas de estímulo governamentais. A excessiva expansão monetária promovida em nível global, além do aumento do endividamento público (especialmente nos EUA), são riscos que continuarão presentes por um bom tempo. Dependendo das decisões de governantes, tais problemas poderão resultar em uma combinação de impactos secundários relevantes, tais como: aumento da carga tributária sobre as empresas, juros mais altos, monetização da dívida, aumento substancial da inflação e perda permanente de valor de algumas moedas.

Considerando os problemas atuais das economias desenvolvidas, tais como (i) as baixas taxas de juros reais, (ii) a desconfiança em relação ao valor futuro de suas moedas locais, (iii) a perspectiva de uma retomada bastante lenta do crescimento e (iv) a ameaça de aumento futuro da carga tributária, não surpreende o enorme fluxo de capitais suportando a valorização da bolsa brasileira. E localmente há ainda o agravante dos juros menores criando uma demanda extra por ações de empresas brasileiras.

A questão pertinente do ponto de vista dos investidores é: quanto da visão positiva em relação às empresas brasileiras já está precificada? Com tanta "competição" pelas suas ações, a resposta é natural: a maior parte da valorização que podia ser conseguida de forma "segura" já ocorreu. Daqui em diante, a valorização das empresas será bem mais dependente de melhoras significativas nos seus resultados e/ou da disposição de investidores a aceitar menores taxas de retorno esperado ou, simplesmente, a apostar na continuidade do *momentum*, aceitando uma menor margem de segurança no investimento.

O momento atual é análogo a um carro que estava em alta velocidade e que agora freia ao avistar uma curva. Há boas chances para que o movimento de valorização

continue no curto prazo, mas reconhecendo a pior relação risco/retorno e mantendo a disciplina, aproveitamos o último trimestre para realizar novos desinvestimentos. Vendemos toda nossa posição em Banrisul, além de uma redução quase total em Marcopolo. Apesar de serem boas empresas, são casos em que os preços eliminaram a ampla margem de segurança de antes. Reduções marginais foram feitas ainda em Saraiva, Lojas Renner, Duratex, Itaúsa e AB Inbev

Novos investimentos foram feitos em Tractebel, Cemig ON, Bradesco ON e Berkshire Hathaway. Apesar de termos aproveitado oportunidades pontuais, podemos dizer que, de maneira geral, passaremos agora por um período de espera por oportunidades mais assimétricas para o Fundo.

A posição de Bradesco ON foi montada em paralelo ao desinvestimento de Banrisul. Parte da posição pode ser vista como um *pair-trade* com Banco do Brasil, que é uma posição vendida que já financiava em parte a posição comprada de Banrisul. Considerando as ingerências e riscos que, de tempos em tempos, teimam em se materializar em Banco do Brasil, fica difícil entender o porquê de suas ações negociarem em um patamar de *valuation* próximo ao de Bradesco (ajustando ambas para efeitos não-recorrentes). Apesar da menor liquidez quando comparada a ação preferencial, as ações ordinárias possuem uma liquidez bastante razoável. Não obstante, conseguimos comprar as ações ordinárias com um deságio de mais de 20% para as ações preferenciais e a preços também interessantes em termos absolutos.

No caso de Tractebel e Cemig ON, posições medianas, resumidamente acreditamos que em termos relativos as ações ficaram mais atrativas e os preços baixos mais do que compensam os riscos que tanto afligem o mercado. Pela natureza de seus negócios, provavelmente teremos ganhos menores caso a bolsa continue em forte valorização, mas por outro lado, vemos pouco *downside* no caso de uma correção geral dos preços. Em todo caso, se os juros se mantiverem em patamares mais baixos de forma sustentada,

retornos esperados acima de 10% (e provavelmente crescentes) nos parecem interessantes. No caso de Cemig, vale ainda mencionar o desconto de mais de 20% que as ações ordinárias apresentam em relação às ações preferenciais.

Berkshire Hathaway, que dispensa apresentações, também ocupou espaço oriundo da redução de outros investimentos. Com a desenfreada emissão de moeda que vem ocorrendo ao redor do mundo, particularmente nos EUA, temos uma desconfiança razoável de que parte da recente valorização das ações em geral, se deve a uma maior procura por "ativos reais", que geram fluxos de caixa e que, portanto, são minimamente protegidos de um cenário de maior inflação. Apesar dos riscos, já amplamente conhecidos e descontados pelo mercado, a empresa gera muito caixa com negócios seguros e rentáveis, e, nesse cenário, a empresa pode ser um dos melhores "portos seguros" disponíveis. O preço de suas ações ainda é relativamente baixo, mesmo sem levarmos em consideração os diversos movimentos recentes do "velhinho", que sem dúvida geraram valor. Após anos sentado em mais de USD 40 bilhões, finalmente surgiram diversas oportunidades e com isso quase USD 20 bilhões foram "colocados para trabalhar".

Em paralelo a esses movimentos, temos conseguido identificar com maior facilidade prováveis excessos do mercado. Como, obviamente, sempre podemos estar errados e, como também é possível que tais casos demorem algum tempo para maturar, temos optado por montar posições vendidas de tamanhos reduzidos. Assim, não corremos o risco de sermos "atropelados" tentando "parar um trem com as mãos".

O setor de aviação é intrigante. Os eternos problemas estruturais do setor são conhecidos: (i) a alta ciclicidade resultando em baixa margem de erro para se operar taxas de ocupação, *yields*, etc, em sintonia com o endividamento, (ii) o perfil de crescimento que, além de ter retornos decrescentes (primeiro ocupam-se as rotas mais rentáveis e posteriormente as menos rentáveis), consome muito capital para ser alcançado, (iii) o terrível histórico do setor, em nível mundial, que por décadas empurra as empresas para um destino

aparentemente inevitável de falência (ou de necessidade de novos aportes de capital para evitá-la), (iv) a vantagem competitiva "às avessas", onde por vezes novos entrantes bastante competitivos conseguem incomodar os grandes *players* (por serem menores, focados em rotas rentáveis e terem frotas mais novas e eficientes), entre outros. Aparentemente, a melhor estratégia tem sido colocar dinheiro em novos entrantes e desinvestir antes que se tornem dominantes. Talvez isso explique o porquê de o setor continuar atraindo capital. Historicamente, porém, ganhar dinheiro neste setor tem se mostrado difícil. A noção de que crescimento é sinônimo de maiores fluxos de caixa futuros nem sempre se aplica. Como os surtos de otimismo no setor são recorrentes, procedemos com cuidado, aproveitando a recuperação recente nos preços para montar pequenas posições vendidas.

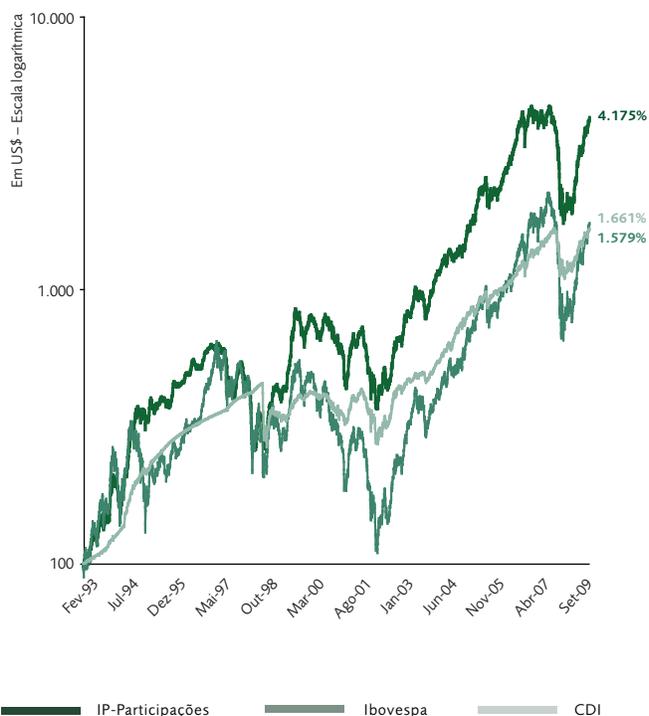
Outro setor no qual montamos pequenas posições vendidas é o da construção civil. Considerando os ânimos dos investidores e a disposição demonstrada para financiarem novos aportes de capital a preços altos (gerando assim valor para tais empresas), posições vendidas neste setor requerem ainda mais cuidado de nossa parte. Por outro lado, os *valuations* já altos, fruto da valorização no ano destas empresas (de 150% até 300%), deveriam servir de contra-peso para altas substanciais a partir de agora. Concordamos com o fato de que há uma enorme oportunidade no setor, mas os preços já parecem incorporar pelo menos uma boa parte disso. Os controladores destas empresas parecem concordar conosco uma vez que, ao contrário do ano passado, quando se concentraram em suas empresas através de aumentos de capital relevantes, agora realizam uma verdadeira enxurrada de ofertas primárias, porém, na maioria dos casos sem acompanhar o aumento de capital. O futuro é promissor, mas o setor é desafiador. Não é à toa que há pouquíssimas grandes empresas que sobreviveram ao longo das últimas décadas. E com tanto capital fluindo para o setor, especialmente para o segmento de baixa renda, é possível que os altos retornos de

curto prazo possam ser regulados mais rapidamente do que o esperado.

Outra pequena posição vendida que temos é BMFBovespa. Por mais que a bolsa brasileira tenha uma administração historicamente fantástica, serviços de liquidação e custódia, além da sua plataforma de negociação, seu valor de mercado hoje é de aproximadamente USD 14 bilhões. NYSE (*New York Stock Exchange*) e Nasdaq têm, somadas, um valor de mercado de aproximadamente USD 12 bilhões. E por que isso ocorre? Porque a rentabilidade do negócio no Brasil é espetacular, enquanto em alguns países a concorrência é brutal. Some-se a isso a perspectiva do mercado brasileiro se tornar ainda mais ativo no financiamento às empresas e talvez tenhamos aí a explicação. A grande questão é se a baixa competição é sustentável. Há casos em outros países onde pequenas bolsas cresceram e roubaram mercado das grandes ao oferecerem preços mais agressivos, mas a tarefa é árdua. Uma defesa natural implica preços mais baixos, o que de qualquer forma penaliza a rentabilidade futura. Outra é a compra dos novos entrantes, porém, como é provável que o vendedor cobre um belo prêmio para que o *status-quo* seja mantido, será grande o incentivo para que outros entrantes sigam o mesmo caminho. Resumidamente, considerando o *valuation*, imenso *free-float* e óbvia correlação com o mercado, uma pequena posição nos parece um bom instrumento de *hedge*. Dito isto, é necessário mencionar que seguimos estudando o setor para termos mais convicção. Achamos o modelo de negócio atual muito interessante e não descartamos a hipótese de nos tornarmos acionistas da empresa no futuro, porém a preços mais baixos.

No último relatório comentamos que "...os cotistas devem estar preparados para períodos de "vacas magras" e cientes de que os bons retornos que buscamos não tendem a se dar de maneira tão uniforme...". Continuaremos nos esforçando para estarmos errados em relação a esta afirmação, mas seguramente não será o caso por muito tempo. Seja como for, continuaremos com nosso foco em alcançar resultados satisfatórios de médio e longo prazo.

PERFORMANCE – IP-PARTICIPAÇÕES

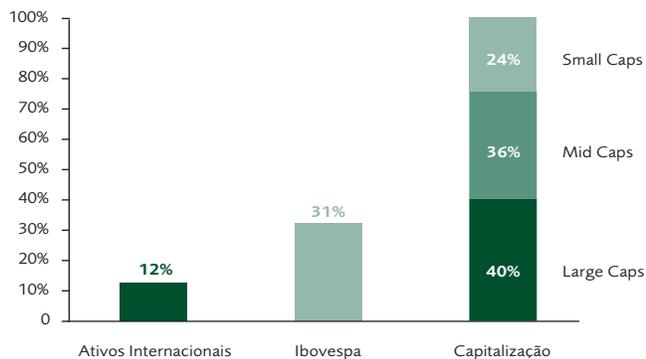


| Rentabilidade (R\$) | IP-Participações FIA | Ibovespa ⁽³⁾ | CDI |
|--------------------------------------|----------------------|-------------------------|----------|
| Setembro 09 | 5,10% | 8,90% | 0,69% |
| Agosto 09 | 3,54% | 3,15% | 0,69% |
| Julho 09 | 10,10% | 6,41% | 0,78% |
| Junho 09 | -1,28% | -3,26% | 0,75% |
| Mai 09 | 8,45% | 12,49% | 0,77% |
| Abril 09 | 20,08% | 15,55% | 0,84% |
| Março 09 | 3,39% | 7,18% | 0,97% |
| Fevereiro 09 | 0,21% | -2,84% | 0,85% |
| Janeiro 09 | 1,25% | 4,66% | 1,04% |
| Dezembro 08 | 2,35% | 2,61% | 1,11% |
| Novembro 08 | -0,65% | -1,77% | 1,00% |
| Outubro 08 | -17,34% | -24,80% | 1,18% |
| 2009 | 61,60% | 63,83% | 7,63% |
| 2008 | -40,61% | -41,25% | 12,38% |
| 2007 | 33,72% | 43,68% | 11,82% |
| 2006 | 40,12% | 33,73% | 15,03% |
| 2005 | 19,00% | 27,06% | 19,00% |
| 2004 | 30,00% | 17,74% | 16,17% |
| 2003 | 60,62% | 97,10% | 23,25% |
| 2002 | 9,01% | -17,80% | 19,11% |
| 2001 | 10,39% | -9,79% | 17,29% |
| 12 meses | 35,82% | 24,17% | 11,21% |
| 60 meses | 132,02% | 164,02% | 92,51% |
| Desde 26/02/93 ⁽¹⁾⁽²⁾ | 4174,94% | 1660,84% | 1579,04% |
| Retorno anualizado ⁽¹⁾⁽²⁾ | 25,60% | 19,02% | 18,67% |
| Volatilidade histórica | 26,51% | 43,09% | 14,68% |

(1) Em dólares
 (2) Início do Fundo em 26/02/93
 (3) Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, estes fundos deixaram de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passaram a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento, Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 159.053

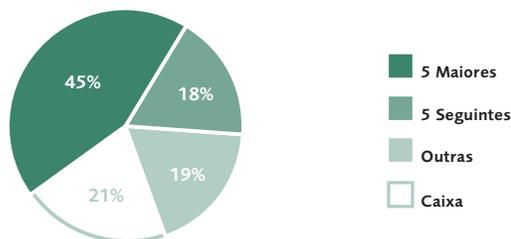
15

CARACTERÍSTICAS DA PARCELA EM AÇÕES*



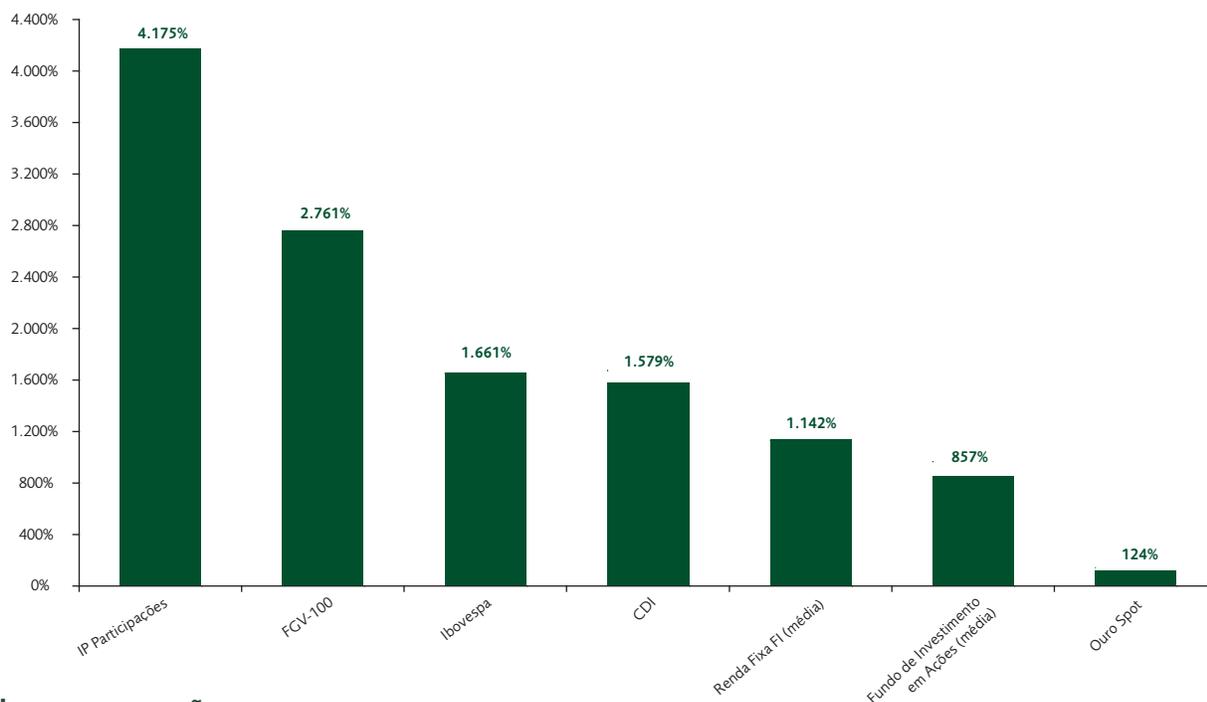
Ativos internacionais: % investido em ativos offshore referente a parcela investida em ações./Ibovespa: % que estão no índice/Capitalização: Small (menor que US\$1b), Mid (entre US\$1b e US\$3b), Large (maior que US\$3b)

COMPOSIÇÃO E CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



COMPARATIVO DE RENTABILIDADE ACUMULADA (US\$)

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



INFORMAÇÕES

FUNDO

O IP-Participações é um Fundo de Investimento em Ações regulamentado pela Instrução nº 409 da CVM.

OBJETIVO

O objetivo do Fundo é proporcionar elevados retornos absolutos no longo prazo a partir do investimento em ações de empresas que estejam sendo negociadas em bolsa de valores com desconto significativo em relação ao seu valor justo.

ESTRATÉGIA

A metodologia de análise fundamentalista é utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. A estratégia a ser seguida é a de concentrar a carteira do Fundo em ações de empresas que apresentem potencial de elevada rentabilidade no longo prazo em função de vantagens competitivas sustentáveis. Quando julgar conveniente, a Investidor Profissional (IP) adotará postura colaborativa em relação às empresas nas quais o Fundo efetuar investimentos. Da mesma forma, a IP se propõe a exercer o direito de indicar conselheiros nas empresas investidas quando julgar necessário. A melhor forma de definir o Fundo é compará-lo com uma companhia de participações minoritárias em empresas de capital aberto.

A IP busca, subordinadamente aos investimentos descritos acima, investir parte dos recursos do Fundo de forma mais transitória em ações cujas características as leve a apresentar uma relação risco/retorno mais atraente do que a das aplicações de renda fixa disponíveis.

O Fundo pode investir até 10% de seu patrimônio em ativos negociados no exterior.

Em função da estratégia a ser seguida, espera-se que as cotas do Fundo apresentem pouca correlação com o mercado, definindo-se este como o IBOVESPA.

PÚBLICO ALVO

Investidores qualificados, que visam níveis de rentabilidade no longo prazo, e que entendam os riscos envolvidos nas operações do mercado de ações.

CATEGORIA ANBID

Ações Livre

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Limites de movimentação:

Aplicação mínima inicial: R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: R\$ 20.000,00 (vinte mil reais).

Saldo mínimo de permanência: R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

Limites de movimentação para funcionários, administradores e sócios da GESTORA:

Aplicação mínima inicial: R\$ 1.000,00 (hum mil reais).

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: R\$ 1.000,00 (hum mil reais).

Saldo mínimo de permanência: R\$ 1.000,00 (hum mil reais).

Prazo de carência: Não há.

Horário limite para movimentações: 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag 2856-8 – cc 585.788-0

IP-Participações FI em Ações – CNPJ 29.544.764/0001-20

Conversão de cotas na aplicação: D + 1 da disponibilidade dos recursos.

Resgate programado:

- Solicitação do resgate: Diária.
- Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento.
- Pagamento do resgate: Último dia útil do terceiro mês subsequente.

Taxa de administração:

- 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- Apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de performance:

- 15% sobre o ganho que exceder o IGP-M. Com marca d'água.
- Apurada diariamente e paga mensalmente.

Tributação:

- IR de 15% sobre os ganhos nominais.
- Incidente apenas no resgate.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

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

www.investidorprofissional.com.br / faleconosco@investidorprofissional.com.br

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A (CNPJ: 02.201.501/0001-61) Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905 | Tel: (21) 3974 4600 / Fax: (21) 3974 4501 / www.bnymellon.com.br/sf

Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): Fale conosco no endereço <http://www.bnymellon.com.br/sf> ou no telefone (21) 3974 4600

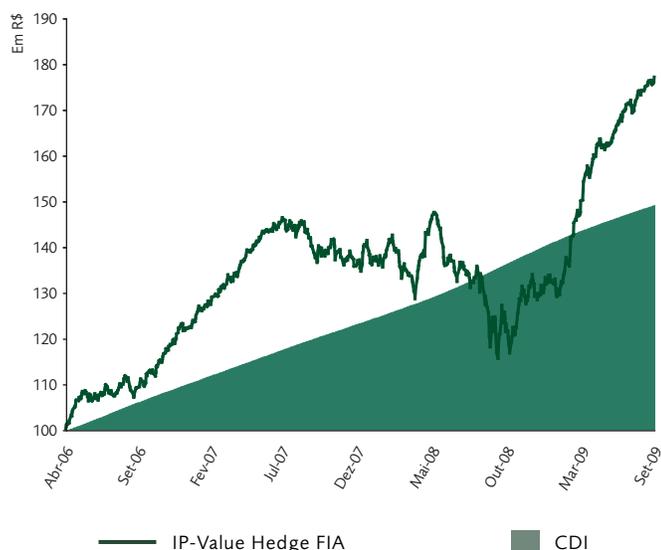
Ouvidoria: no endereço www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone 0800 7253219

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditor: KPMG

PERFORMANCE – IP-VALUE HEDGE FIA

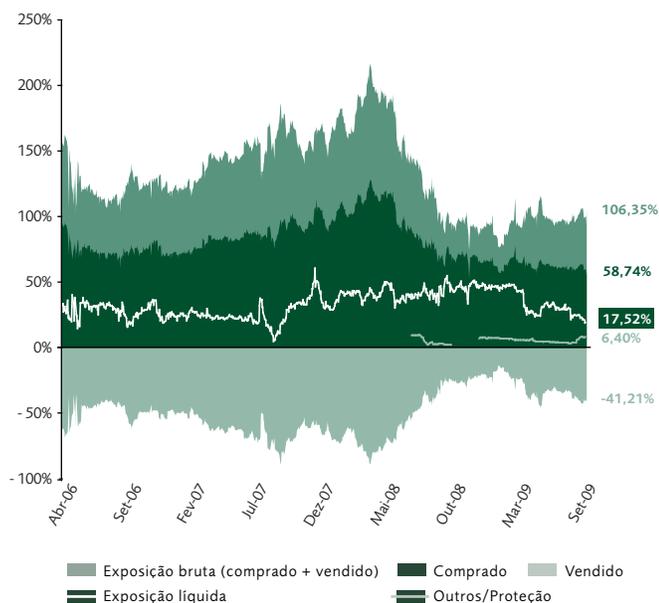
IP-VALUE HEDGE FIA X CDI



| Rentabilidade (R\$) | IP-Value Hedge | CDI | %CDI |
|---------------------------------|----------------|--------|----------|
| Setembro 09 | 1,80% | 0,69% | 259,74% |
| Agosto 09 | 1,70% | 0,69% | 245,28% |
| Julho 09 | 4,73% | 0,78% | 603,78% |
| Junho 09 | 0,64% | 0,75% | 85,33% |
| Mai 09 | 5,23% | 0,77% | 681,68% |
| Abril 09 | 12,67% | 0,84% | 1516,04% |
| Março 09 | 2,97% | 0,97% | 307,73% |
| Fevereiro 09 | 1,72% | 0,85% | 201,57% |
| Janeiro 09 | 1,24% | 1,04% | 118,63% |
| Dezembro 08 | 5,58% | 1,11% | 501,79% |
| Novembro 08 | 1,11% | 1,00% | 111,11% |
| Outubro 08 | -6,32% | 1,18% | - |
| 2009 (YTD) | 37,18% | 7,63% | 487,31% |
| 2008 | -5,81% | 12,38% | - |
| 2007 | 12,02% | 11,82% | 101,74% |
| 2006 ⁽¹⁾ | 22,16% | 10,36% | 213,86% |
| 12 meses | 37,18% | 11,21% | 331,78% |
| Desde 05/04/2006 ⁽¹⁾ | 76,82% | 49,26% | 155,94% |
| Volatilidade Histórica | 10,85% | 0,09% | - |

(1) Início do Fundo em 05/04/06
Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 69,865

EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



ESTATÍSTICAS DE DESEMPENHO

| | |
|----------------------|--------------|
| Retorno Médio Mensal | 1,44% |
| Maior Retorno mensal | 12,67% |
| Menor Retorno Mensal | -6,32% |
| Meses Positivos | 29 69% |
| Meses Negativos | 13 31% |
| Total | 42 100% |
| Últimos 6 meses | 29,36% |
| Últimos 12 meses | 37,18% |
| Últimos 18 meses | 31,38% |
| Últimos 24 meses | 28,17% |

EXPOSIÇÃO POR ESTRATÉGIA

| Estratégia | # trades | Exposição Bruta | % Exposição Bruta |
|------------------|----------|-----------------|-------------------|
| Arbitragem | 8 | 36,15 | 33,99% |
| Direcional Long | 26 | 39,09 | 36,76% |
| Direcional Short | 19 | 16,71 | 15,71% |
| Long/Short | 3 | 8,00 | 7,52% |
| Outros/ Proteção | 3 | 6,40 | 6,02% |
| Total | 59 | 106,35 | 100,00 |

CONTRIBUIÇÕES PARA O RESULTADO DO MÊS

| Estratégia | % |
|----------------------|-------|
| Arbitragem | 0,17 |
| Eventos Corporativos | 0,00 |
| Direcional | 1,72 |
| Long/Short | -0,33 |
| Caixa | 0,22 |
| Outros / Proteção | 0,02 |
| Total | 1,80 |

EXPOSIÇÃO POR MARKET CAP*

| Capitalização** | # empresas | Exposição Bruta | % Exposição Bruta |
|-----------------|------------|-----------------|-------------------|
| Small | 5 | 5,74 | 5,74% |
| Middle | 10 | 16,58 | 16,59% |
| Large | 22 | 70,77 | 70,81% |
| Ibovespa | 1 | 6,86 | 6,86% |
| Total | 38 | 99,95 | 100,00 |

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

**Capitalização: Small Caps (menor que US\$1b), Mid Caps (entre US\$1b e US\$3b) e Large Caps (maior que US\$3b)

FUNDO

O IP-Value Hedge FIA é um Fundo de Investimento em Ações regulamentado pela Instrução nº 409 da CVM.

OBJETIVO

O objetivo do Fundo é proporcionar elevados retornos absolutos, não correlacionados a quaisquer índices, com uma gestão ativa de investimentos concentrada no mercado de ações, utilizando-se instrumentos disponíveis tanto no mercado à vista quanto no de derivativos.

ESTRATÉGIA

A metodologia de análise fundamentalista é utilizada como ferramenta principal para identificar distorções relevantes entre o preço de negociação e o valor intrínseco dos ativos. O Fundo manterá posições compradas quando identificar ativos sub-avaliados pelo mercado e posições vendidas quando identificar ativos sobre-avaliados pelo mercado, sempre comparativamente ao valor intrínseco estimado pela Investidor Profissional. O Fundo busca oportunidades de arbitragem entre ativos emitidos por uma mesma empresa ou grupo de empresas.

O Fundo também pode investir de forma oportunista em ações de empresas envolvidas em eventos societários tais como, mas sem se limitar a, mudanças de controle acionário, fusões, cisões e incorporações.

Por concentrar suas operações no mercado acionário, onde é possível se verificar distorções (*spreads*) cujas magnitudes são, em geral, muito superiores às dos demais mercados, a estratégia de investimento adotada permite ao IP-Value Hedge atingir os níveis de rentabilidade desejados sem incorrer nos riscos causados pelo excesso de alavancagem.

PÚBLICO ALVO

Investidores qualificados, que visam níveis de rentabilidade superiores aos dos instrumentos de renda fixa convencionais, e que entendam os riscos envolvidos nas operações com derivativos, suportando um nível de volatilidade acima da média dos ativos de renda fixa disponíveis no mercado.

CATEGORIA ANBID

Ações Livre com Alavancagem

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Limites de movimentação:

Aplicação mínima inicial: R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: R\$ 20.000,00 (vinte mil reais).

Saldo mínimo de permanência: R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

Limites de movimentação para funcionários, administradores e sócios da GESTORA:

Aplicação mínima inicial: R\$ 1.000,00 (hum mil reais).

EXPOSIÇÃO POR SETOR*

| Setor | # empresas | Exposição Bruta | % Exposição Bruta |
|-------------------------------|------------|-----------------|-------------------|
| Alimento, Bebida e Tabaco | 3 | 7,50 | 7,51% |
| Automóveis e auto-peças | 1 | 0,58 | 0,58% |
| Bancos | 3 | 16,14 | 16,15% |
| Energia Elétrica e Saneamento | 4 | 18,16 | 18,17% |
| Imobiliário | 4 | 2,06 | 2,06% |
| Índices | 1 | 6,83 | 6,83% |
| Materiais Básicos | 6 | 22,89 | 22,90% |
| Mídia (Editora) | 1 | 1,90 | 1,90% |
| Petróleo | 1 | 2,80 | 2,80% |
| Seguros | 2 | 3,65 | 3,65% |
| Serviços | 2 | 6,95 | 6,95% |
| Serviços Hospitalares | 2 | 3,44 | 3,44% |
| Serviços Financeiros | 3 | 2,59 | 2,59% |
| Transporte e Logística | 3 | 2,48 | 2,48% |
| Varejo | 2 | 1,98 | 1,98% |
| Total | 38 | 99,95 | 100,00% |

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: R\$ 1.000,00 (hum mil reais).

Saldo mínimo de permanência: R\$ 1.000,00 (hum mil reais).

Prazo de carência: Não há. Horário limite para movimentações: 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag. 2856-8 – cc. 586.164-0 IP-Value Hedge FIA – CNPJ 05.936.530/0001-60

Conversão de cotas na aplicação: D + 1 da disponibilidade dos recursos.

Resgate programado:

- Solicitação do resgate: Até o dia 15 de cada mês.
- Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento do resgate.
- Pagamento do resgate: Dia 15 do segundo mês subsequente.

Taxa de administração:

- 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- Apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de performance:

- 20% sobre o ganho que exceder o CDI. Com marca d'água.
- Apurada diariamente e paga semestralmente.

Tributação:

- IR de 15% sobre os ganhos nominais.
- Incidente apenas no resgate.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

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

www.investidorprofissional.com.br / faleconosco@investidorprofissional.com.br

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM

S/A (CNPJ: 02.201.501/0001-61)

Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905

Tel: (21) 3974 4600 / Fax: (21) 3974 4501 / www.bnymellon.com.br/sf

Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): Fale conosco no endereço http://www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone (21) 3974 4600

Ouvidoria: no endereço www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone 0800 7253219

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditor: KPMG

ALEATÓRIAS

"...a coisa mais difícil de se fazer é mudar uma organização que existe há muito tempo, tem milhares de funcionários e possui uma cultura corporativa e um jeito de fazer as coisas já estabelecidos. Mesmo que os funcionários saibam intuitivamente que o governo está inchado e arcaico, muito poucos votariam a favor de uma proposta para emagrecer e achatar a organização. Afinal de contas, quem, de livre e espontânea vontade, concordaria em matar seu próprio emprego, seu trem da alegria?" – Rodney O. Lain (1968 – 2002)

"Uma coisa que nos acontece quando nos tornamos excessivamente confiantes é que começamos a ofuscar a fronteira entre as coisas que controlamos e aquelas que não controlamos." – Malcolm Gladwell, autor do Tipping Point, Blink e Outliers

"O trabalhador verdadeiramente eficiente não vai lotar o seu dia com trabalho, mas vai à tarefa como se estivesse passeando, cercado de um amplo halo de folga e lazer, e então faz o que ele mais gosta de fazer." – Henry David Thoreau

"Para sentir as coisas é preciso emoção. Para fazê-las e desfazê-las, é necessária uma certa dose de paixão. Mas entendê-las, só com a razão. A ação sem entendimentos vira pura agitação." – Roberto Campos

"A cultura come a estratégia no café da manhã." – Mark Fields – Executivo da Ford Motor Company



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