



RELATÓRIOS DE GESTÃO

---

QUARTO 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. A IP-Global Class do IP Investment Fund, Ltd. não destina-se a investidores residentes no Brasil. As cotas do IP Brazil Fund SPC e do IP Investment Fund, Ltd. não são registradas na CVM e não podem ser oferecidas, distribuídas, resgatadas ou transferidas no Brasil.

## ÍNDICE

---

Sumário	4
Introdução	5
IP-Participações FIA	8
IP-Value Hedge FIA	11
IP-Global	14
Investimentos	17
Performance	24
Informe IP-Participações FIA	24
Informe IP-Value Hedge FIA	26
Aleatórias	28

---

## SUMÁRIO

---

Neste último relatório trimestral de 2009, além dos usuais comentários sobre o desempenho dos Fundos e empresas nas quais investimos, trazemos duas novidades.

Em primeiro lugar, gostaríamos de comunicar aos nossos clientes e amigos que estamos colocando no ar em versão beta o site Buysiders, o blog da IP ([www.buysiders.com](http://www.buysiders.com)). A idéia é aumentar, mais uma vez, a transparência do nosso processo de análise e investimento, abrindo a nossos investidores uma janela para nossa "cozinha". Se entendemos que "risco" tem muito mais a ver com saber com quem se está lidando do que com letras gregas e teorias acadêmicas, queremos mostrar como pensamos, assuntos que pesquisamos e também gerar conexões com as pessoas certas ao longo do tempo e de maneira eficiente. Pensando também no próprio processo de análise, o melhor da história é podermos aproveitar parte do conhecimento que já geramos e compartilhamos internamente, colhendo o *feedback* de uma base de leitores altamente qualificada.

Desde que começamos a compartilhar nosso conteúdo de análise/gestão em nossa intranet em 2003, escolhemos a língua inglesa pela facilidade para troca de informações com investidores, gestores, consultores, etc. em qualquer lugar do mundo. Dado que não estamos criando um novo processo, mas apenas dando acesso à parte de um conteúdo já existente, o Buysiders é escrito em inglês.

Embora o blog ainda não permita comentários, os leitores são encorajados a enviar sugestões de artigos que considerem interessantes via email para [editor@buysiders.com](mailto:editor@buysiders.com). Além do endereço acima, o Buysiders pode ser acessado também a partir do *website* da IP.

Outra novidade deste relatório é que, além dos tradicionais comentários sobre os Fundos IP-Participações e IP-Value Hedge, apresentaremos também comentários sobre o Fundo IP-Global, disponível apenas para investidores não-residentes. Já estamos trabalhando para disponibilizar, em breve, um veículo com a mesma estratégia para investidores qualificados no Brasil. Desta forma, consideramos oportuno começar a compartilhar nossas idéias de investimento em um escopo mais amplo e como elas são implementadas em um Fundo que não sofre limitações regulamentares em relação a exposição geográfica ou classe de ativos.

Aproveitamos para desejar a todos um Feliz 2010.

## INTRODUÇÃO

---

Depois de um 2007 fraco e um 2008 bem ruim, o ano de 2009 nos deixou satisfeitos. Embora os adjetivos estejam alinhados com o comportamento dos mercados, como diria Neil Young em sua antológica "*Hey, hey, my, my (rock'n'roll can never die)*", "*there's more to the picture than meets the eye*". A reestruturação da equipe de análise e gestão feita no segundo semestre de 2008 e, conseqüentemente, das carteiras, se consolidou. A melhora dos resultados, tanto do ponto de vista quantitativo quanto, mais importante, qualitativo, abordada no relatório final de 2008, continuou. Saindo de um ano com resultado desastroso, em que tanto por razões históricas quanto estratégicas, deveríamos ter apresentado um resultado relativo bom, em 2009 tivemos um resultado absoluto e relativo bom em um ano positivo de mercado – quando normalmente temos performance absoluta boa mas relativa ruim. Acima de tudo, embora estejamos muito cautelosos e preocupados com o mercado, temos convicção de que estamos fazendo as coisas certas. Como ressaltamos no Relatório do 1º trimestre de 2008, não temos controle sobre a rentabilidade de curto prazo, mas podemos e devemos controlar os processos de análise e gestão de investimentos. Ao longo do tempo, os processos definem os resultados. Se ainda não estamos onde gostaríamos neste quesito (o pote de ouro está sempre no final do arco-íris...), pelo menos temos a convicção de estarmos evoluindo na direção correta.

### FUNDAM-SE!

Observando a lista de nossas posições mais relevantes, um fato recorrente tem sido a participação em grandes operações de M&A por empresas do portfólio. Recentemente Saraiva adquiriu Siciliano, Itaú adquiriu o Unibanco (fora as operações de Satipel e Porto Seguro), InBev adquiriu a Anheuser Busch (Budweiser), Berkshire está adquirindo a Burlington, Odontoprev se fundiu com Bradesco Dental e Totvs adquiriu Datasul. Na outra ponta, Globex foi vendida ao Grupo Pão de Açúcar.

Dois fatores fazem com que esta constatação seja digna de maior consideração.

Em primeiro lugar temos a verificação histórica de que operações de natureza "transformacional" são arriscadas.

Tomando-se um universo amplo de empresas, há muitos resultados ruins. Daimler/Chrysler e Time-Warner/AOL são ícones do que pode não funcionar que vêm imediatamente à cabeça. Por outro lado, o histórico geral do que são hoje o Itaú e a ABInBev mostra que não devemos descartar todas as operações desta natureza *a priori*.

Um indicador positivo que nos parece guardar boa correlação com o resultado da operação é quando a parte que toma a iniciativa o faz de uma posição de força, com agenda positiva de crescimento. Nestes casos, faz diferença estar na ponta certa. Por mais que normalmente haja um "prêmio" em relação aos preços recentes das ações da adquirida, raramente ele compensa os investidores de longo prazo, que seguraram a pedra de gelo nas mãos. Passa a ser uma questão de *timing* e não por acaso é a categoria onde mais comumente encontram-se vestígios e evidências de *insider trading*.

Reversamente, os "casamentos à mira da arma", onde dois fracos ameaçados se juntam, normalmente trazem resultados piores.

Outro caso potencialmente negativo é aquele onde grandes corporações despersonalizadas e com fraca governança acabam sendo direcionadas na prática por seus banqueiros e assessores. Nestes casos, o que acabamos vendo é uma série aparentemente infinita de transações sem sentido ou *buy-in* efetivo dos executivos, gerando progressiva destruição de valor.

Outro ponto é que na grande maioria dos relatórios de bancos e corretoras que vemos e que possivelmente são os principais indutores na formação de preços no curto prazo, os detalhados modelos raramente incorporam esta possibilidade. O argumento é que obviamente

trata-se de uma questão "impossível de modelar adequadamente". Mas como não nos cansamos de repetir, inquantificável pode ser bem diferente de irrelevante.

Como se quantifica uma boa administração que sabe selecionar boas alternativas e abandonar aquelas que são atraentes mas cujo preço não se justifica (como no caso de Renner/Leader) e depois administra bem as sempre difíceis integrações? Nossa resposta é que cada caso é um caso. Fazemos exercícios (bastante simples) de simulação para termos um intervalo de valores potenciais. Investimos a maior parte do tempo para conhecer e entender a lógica e os **reais incentivos** dos administradores e as condições competitivas dos mercados em que as empresas participantes das operações estão inseridas, como surgiu e evoluiu a idéia da transação, quem são seus *advisors* e outros fatores qualitativos. Melhor estar aproximadamente certo que precisamente errado.

#### DIVIDENDOS VERSUS BONDS

Uma questão interessante para quem crê em mercados eficientes foi a situação entre ações e *bonds* (títulos de renda fixa) de empresas globais de qualidade verificada ao longo de boa parte de 2009. Joseph Stiglitz, prêmio Nobel de Economia, em seu discurso no encontro anual da American Economic Association no fim de dezembro de 2009, fez um pesado ataque aos colegas de profissão que criam modelos que dependem da premissa de comportamento racional, quando o mundo real teima em não se encaixar nesta forma. Ao longo do segundo semestre de 2009, muitos investidores ensaiaram sua volta aos mercados (à medida que recebiam os resgates de *hedge funds* ou se cansavam de rendimentos próximos a zero em títulos do tesouro americano) comprando *bonds*.

No auge da crise, houve momentos em que os títulos de renda fixa de algumas empresas de qualidade inferior negociaram a preços que nos pareceram muito

baratos, mas à medida que o ano avançou, este deixou de ser o caso na maior parte do mercado.

Ao fazermos as contas no segundo semestre, não conseguíamos entender a lógica do mercado. Em vários casos, diferentemente do que ocorre na maior parte do tempo, os retornos em dividendos das ações eram muito próximos aos rendimentos dos *bonds* (obviamente tomando o cuidado de incluir apenas as empresas com capacidade de continuar pagando os dividendos no futuro). Usualmente, os dividendos são relativamente mais baixos pelas seguintes razões:

1. *Bonds* e ações têm 100% de *downside*.
2. *Bonds* normalmente pagam cupons e resgate do principal numa dada moeda, fixada *a priori*. Por outro lado, as receitas e resultados de empresas são gerados pelo mundo afora, dos quais os dividendos são definidos *a posteriori*. Como normalmente existe uma inflação "desejada" nos sistemas, o rendimento corrente das ações de empresas sólidas com crescimento deve ser menor no presente. No caso atual, para quem está preocupado com uma aceleração da inflação americana ao longo dos próximos anos, como é o nosso caso, a *yields* correntes semelhantes, ações de empresas com negócios de qualidade são relativamente ainda mais atraentes. Obviamente o raciocínio oposto vale para a hipótese de deflação.
3. Estas companhias pagam menos que 100% dos lucros de cada exercício em dividendos. O restante é re-investido para gerar lucros e dividendos crescentes (enquanto o cupom dos *bonds* é fixo).

De fato ações de empresas como Coca-Cola, Nestlé, Procter & Gamble tiveram boa alta e parte do que nos parecia uma distorção foi corrigida. Mas só parte. Nossa filosofia não se concilia com títulos de renda fixa de longo prazo com rendimentos pré-fixados em dólares nos níveis atuais nem com ações de empresas

com altos riscos a preços que embutam cenários otimistas que não se fundamentem na nossa visão de mundo. Preferimos ter caixa ou ações de empresas capazes de gerar caixa, mesmo nos cenários mais adversos, que estejam negociando a preços razoáveis. Nossa experiência é que mesmo que renda zero por algum tempo, quando as oportunidades aparecem, os retornos mais que compensam a espera.

## IP-PARTICIPAÇÕES

---

Destacamos na seção "Investimentos" alguns casos e posições comuns aos Fundos geridos pela IP para melhor ressaltar conceitos, modelos de negócio, práticas, estruturas de *deals*, etc. Comentários sobre movimentações específicas continuam nas páginas de cada Fundo.

Se estivéssemos falando de vinhos, 2009 seria chamado de uma safra histórica. A combinação de seca de perspectivas no início com as grandes chuvas de otimismo no final é a receita perfeita para tal. Mas, na realidade, temos que voltar à engenharia, onde a equação de continuidade aponta para uma situação menos favorável para 2010. Falaremos sobre nossa estratégia em relação a isto mais a frente.

A variação no preço de mercado das posições do IP-Participações no 4º trimestre de 2009 foi de 15,97% em reais, líquida de todos os custos. A rentabilidade em 2009 foi de 87,41%. Desde o início da gestão pela IP, em 1993, o Fundo acumula valorização de 4.963% em dólares, líquida de todos os custos.

Iniciamos o ano de 2009 com 84% investidos em ações e terminamos com 71% (exposição líquida incluindo as posições no Brasil e em empresas internacionais). Como sempre, cabe ressaltar que esta não é uma variável que controlamos ativamente, mas sim uma resultante de nossa (in)capacidade de identificar oportunidades que satisfaçam nossos requisitos qualitativos e quantitativos, respeitando as restrições regulamentares e de controle de risco do Fundo. Consideramos no entanto que, analisado *a posteriori*, o dado tem valor indicativo.

Existe no mercado aqueles de opinião de que os gestores de ações devem estar sempre com seus portfólios investidos próximos a 100%. A lógica de tal argumentação é a de que a decisão de alocação a riscos de mercado já teria sido tomada pelo investidor. Nossa visão é que a questão não é tão simples assim. Acreditamos que isto depende do que se espera e do que é previsto em regulamento. Em nosso caso, como vimos colocando em nossos relatórios há mais de 10 anos, não nos vemos como investidores compulsivos

no mercado de ações. Entendemos nosso mandato como o de usar nossos esforços para buscar aproveitar as oportunidades que os mercados de ações oferecem para gerar ganhos de longo prazo com baixo risco de perda de principal.

Neste contexto, uma consideração muitas vezes ignorada é relevante: impostos. Todos aqueles que analisam com atenção o extrato mensal de sua posição no IP-Participações devem ter notado o valor relativamente alto já provisionado de imposto sobre os ganhos obtidos entre a data de aplicação e a de resgate (a diferença entre o saldo bruto e o líquido). Dado que o imposto é devido no resgate e, ao contrário da taxa de sucesso, não observa o regime de marca d'água, um investidor que tenha que fazer movimentações de aplicação e resgate para enquadrar sua exposição à bolsa estará não apenas pagando mais imposto, como também o fazendo antecipadamente. Isso **se** acertar o *timing*.

É praticamente impossível saber qual a variação dos preços ao longo dos próximos meses. Porém, temos muita confiança de que a estratégia de comprar ações de empresas com bons negócios, boa gestão e boa governança quando os preços estão baixos e reduzir ou até mesmo "zerar" as posições quando os preços passam a embutir expectativas demasiadamente otimistas, gera um retorno interessante no longo prazo. Resumindo: os resultados de *timing* sem fundamentos de valor são incertos, no mínimo, e a maior carga fiscal é certa. Por isto, dado nosso objetivo de retornos de longo prazo com baixo risco de perda do principal, preferimos deixar a exposição do Fundo variar.

### PERSPECTIVAS

O comum é que esta seção seja de otimismo, onde os gestores explicam porque o futuro será melhor, ou

pelo menos igual ao passado. Infelizmente, pelo menos no que tange as expectativas de retorno do Fundo, este não é o caso. Resultados como os de 2009 são infreqüentes. As chances de observarmos dois anos parecidos com este em série são baixíssimas.

Em 2009 tivemos queda dos juros, valorização do real e um modismo em relação ao Brasil que, pelo menos para nós, foi inédito. Nada impede que estes fatores continuem (até porque há um certa correlação entre eles) e nem seria extraordinário. Mas há dois problemas que nos tiram o sono. Ambos estão relacionados:

1. Há uma quase unanimidade interna e externa de que "agora vai, desta vez é diferente". Tal sentimento é suportado pela suposta validação da tese de que "a pneumonia global não passou de uma gripe" por estas bandas.
2. O grande problema, claro, (e consequência direta do ponto acima) é a base de preços.

Existe uma grande semelhança entre o mercado de ações no fim de 2008 e o de 2009: a sensação de inevitabilidade de uma tendência e uma quase unanimidade. Estes climas se mostraram errados na maioria das vezes.

Lembramos bem de quando, ainda na infância da IP, em 1989, o caso Nahas fechou as bolsas no Brasil. Lembramos de quando Collor e a Srta. Zélia Cardoso congelaram as contas bancárias e investimentos em 1990, da crise do México em 94, Ásia em 97, Rússia em 98 e Brasil em 99 (da inesquecível "banda diagonal endógena" no câmbio). Em todos os casos, "desta vez era diferente" e a "casa caiu". Destes, o único que nos parece ter tido efeitos de longo prazo foi o plano da Srta. Zélia, que de fato minou a credibilidade do país junto a muitos até hoje.

Sem medo de sermos repetitivos, o que determina as oscilações do mercado são as mudanças de expectativas. Hoje a maioria vê o copo meio (ou mais) cheio. Mas há motivos mais do que suficientes para uma visão diferente. Nosso crescimento tem sido suportado por

déficits na balança de pagamentos e fiscal, não por poupança ou aumento comensurável na produtividade. O sistema continua emperrado e muito corrupto (por razões óbvias, impossível afirmar se mais ou menos).

Não menos importante, em 2010 teremos eleições presidenciais. Até agora, a economia e os investidores têm se permitido o luxo de ignorar problemas macroeconômicos relevantes e os riscos políticos. Nunca vimos um período pré-eleitoral com mudança de presidente com tanta tranquilidade no mercado de capitais brasileiro. Será que realmente tudo mudou, e a questão política, de tão desacreditada e surreal embarcou de vez para um universo paralelo? Seria ótimo, mas no fim das contas, são "eles" que definem as regras, aumentam os impostos, entram o dia-a-dia. Como os andróides da série "O Exterminador do Futuro" a cada novo filme, justamente quando o vilão parecia mais inofensivo, era muito mais perigoso. Nada temos a acrescentar em relação a tudo que está nos jornais todos os dias. Apenas a ênfase e a lembrança de que infelizmente as decisões políticas têm impacto econômico.

Coerentemente com esta visão, como vimos acima, terminamos o ano com percentual elevado de caixa. Caso o mercado continue subindo, ainda capturaremos pelo menos parte desta alta. Mas o cenário ideal seria uma crise de expectativas que levasse os preços de volta para níveis onde as expectativas embutidas fossem bem piores que as atuais. Com isto, poderíamos "rearmar a catraca". Como já mencionamos diversas vezes no passado, volatilidade não é medida de risco. É nossa grande amiga.

E se estivermos errados? Estamos correndo o risco de ganhar menos do que se estivéssemos mais expostos. Aliás, foi o que ocorreu este ano. Supondo que tivéssemos o mesmo portfólio – esta premissa não nos parece razoável, dado que não seria prudente aumentar a posição em alguns papéis cuja liquidez limitada nos traria desconforto – e o fato de estarmos 100% alocados não interferisse nas nossas decisões, teríamos rendido algo como 25% a mais. *Market timing* é algo que não sabemos e não nos propomos a

fazer. Ao longo do tempo, todos que vimos tentando fazer um *timing* fino em grande escala, baseado na "sensação" de mercado, acabaram sendo confrontados com a realidade de que, a longo prazo, esta é uma proposição perdedora. Fazemos nosso *timing* por consequência. Compramos mais quando os preços estão baixos em relação a uma expectativa de valor razoável para os ativos baseada em premissas fundamentadas. Vendemos à medida que o oposto começa a ocorrer. Acima de tudo, antes de qualquer consideração, a história de mais de 20 anos da IP nos ensinou que, para chegar em primeiro, primeiro é preciso chegar.

A variação no preço de mercado dos investimentos do IP-Value Hedge foi de 5,40% no 4º trimestre e de 44,59% no acumulado do ano. Desde o início da gestão do Fundo pela IP, em 2006, o mesmo acumula rentabilidade de 86,37%, sempre líquida de todos os custos.

O Fundo encerrou o trimestre com posições compradas equivalentes a 39,06% do seu patrimônio líquido, enquanto as posições vendidas representavam 20,92%. Operações de arbitragem adicionavam 19,96% para as posições compradas e 19,96% para posições vendidas. Além disso, possuíamos 1,21% de exposição em outras operações para proteção da carteira. A exposição líquida em ações do IP-Value Hedge fechou o ano em 18,14%. A exposição bruta diminuiu para 101,1% do patrimônio líquido.

Há momentos, como foi o caso no final de 2008, em que uma boa política de investimento permite aumentar a exposição e o retorno potencial de uma carteira de forma responsável e conservadora. Há momentos, porém, onde o mais sensato é ter paciência, continuar estudando bons negócios, até que investimentos mais interessantes surjam. É o caso hoje.

Além do nível de preços mais alto e o fato do Brasil ter virado uma "unanimidade" internacional como destino de investimentos, outros sinais nos chamam a atenção. Recentemente, diversos ativos de péssima qualidade, antes esquecidos, começaram a se valorizar. É natural que com a economia retomando o crescimento tão rapidamente, esses negócios consigam temporariamente expandir suas margens, de digamos 1% para 2%, dobrando assim seus lucros. Pouco importa para alguns participantes do mercado se tais negócios historicamente acabem se provando péssimos investimentos ao longo do tempo. Com a maioria dos bons ativos já bem precificados e com o crescente apetite a risco, não é exatamente uma surpresa que a maré de

liquidez esteja agora alcançando estes ativos. Consecutivas valorizações diárias expressivas de ativos de pouca qualidade e o aumento da velocidade com que as ações em circulação trocam de mãos são sinais preocupantes. Normalmente, quando o apetite a risco aumenta desta maneira, é porque o risco está de fato mais alto.

Apesar de sempre utilizarmos o nosso julgamento de valor das empresas para tomarmos decisões de investimento e estarmos atentos para os diversos sinais com que nos deparamos, também é útil mantermos algum acompanhamento do que ocorre pelo mundo. O intuito desse acompanhamento não é o de traçar cenários macro para nossas empresas, até porque premissas macro geralmente possuem impacto muito menor no valor das empresas do que seus aspectos micro. Esse acompanhamento pode, no entanto, ser útil para compras de proteções importantes para o Fundo.

Como comentamos no relatório passado, considerando os problemas atuais das economias desenvolvidas e os menores juros domésticos no Brasil, não surpreende o enorme fluxo de capitais suportando a valorização da bolsa brasileira. Investidores estrangeiros, particularmente, se encontram em uma situação curiosa: se no passado, em um ambiente de preços de ativos mais altos, aumentavam a alocação em caixa, nos últimos tempos esta alternativa também passou a ser arriscada. A emissão desenfreada de moeda, que ameaça o valor do caixa, os juros artificialmente baixos e os grandes desequilíbrios de conta corrente no mundo induzem a uma maior demanda por ativos reais e forçam a "reciclagem" de moeda em ativos. A recente formação marginal de preços do mercado brasileiro está sendo bastante influenciada por esses fluxos. Como, de uma maneira geral, estrangeiros se satisfazem com retornos esperados menores que os que buscamos, ou seja, podem pagar mais caro, não é

desprezível a probabilidade de que continue transbordando capital também para o mercado brasileiro. O problema é o que acontece com os preços dos ativos em geral se esse fluxo recente é revertido por razões macro, sem termos o conforto de preços baixos, como ocorreu em 2008-2009.

Nos EUA a grande expansão monetária, que obviamente não é acompanhada da expansão de bens e serviços produzidos pela economia, curiosamente ainda não se traduziu em inflação. Aparentemente o excesso de liquidez continua retido nos bancos que, ainda reticentes com a recuperação econômica e ainda "lambendo suas feridas", não têm repassado os recursos para a economia. E se a confiança na economia voltar e a liquidez fluir para o sistema? Será que o governo americano conseguirá "enxugar" tamanha liquidez, passando da posição atual de comprador artificial de títulos longos de sua dívida para a condição de vendedor líquido, sem a contrapartida de juros mais altos para atrair compradores? E será que haverá coragem para subir suficientemente os juros em meio a uma economia fragilizada? Se sim, o impacto nos preços de ativos poderia ser bastante negativo mundo afora. Se a resposta for não e uma inflação alta e dólar desvalorizado forem aceitáveis, os preços dos ativos em dólares podem continuar se valorizando.

O que torna o ambiente de investimento hoje perigoso, além dos preços mais altos, é a crescente noção entre os participantes do mercado de que o cenário de juros baixos pelo mundo se manterá assim por um período cada vez maior. Com isso, os preços dos ativos continuam bem suportados e uma falsa sensação de tranquilidade parece se instalar. A situação é parecida à de alguns inocentes visitantes passeando pelo Parque Nacional de Yellowstone<sup>1</sup> nos EUA.

Temos nos preparado para esse futuro mais volátil e arriscado. Entre as empresas investidas pelo Fundo, seguimos reduzindo marginalmente a maioria de nossas posições compradas, ao mesmo tempo em que nossas posições vendidas começam a acumular retornos potenciais interessantes. Em paralelo, temos comprado seguros que se beneficiam do cenário de ruptura dos juros americanos subindo bastante, assim como no caso dos preços de ativos se deteriorarem. Se a maré de liquidez continuar alta pelo mundo e o movimento de valorização dos ativos continuar, ainda seremos ligeiramente beneficiados pelos investimentos que ainda mantemos, nossas posições vendidas se tornarão ainda mais atraentes e os seguros terão custado pouco. Caso a maré de liquidez volte a baixar, os seguros deverão ter contribuições importantes e estaremos preparados para novas oportunidades.

O trimestre foi de poucas mudanças nas empresas investidas pelo Fundo. Além das reduções marginais em nossas posições compradas, fizemos o desinvestimento total em Lojas Renner e Duratex. Ambas empresas são de ótima qualidade e possuem perspectivas excelentes, porém já há bastante otimismo embutido em suas cotações. Para um Fundo que tem como objetivo alcançar bons retornos acima do CDI em um prazo de dois a três anos, a margem de segurança tornou-se pequena.

Aumentamos também nosso investimento em Berkshire Hathaway. Além das razões já comentadas no relatório passado, outros fatores pesam na decisão de aumentar esta posição. Apresentamos maiores detalhes mais à frente neste relatório.

Além disso, adicionamos Light à nossa "cesta" de *utilities*. Os retornos esperados nestas empresas são interessantes, especialmente em termos relativos. No caso de Light, existem vertentes de geração de valor para os próximos anos que podem ser relevantes. É um caso, porém, que ainda estamos aprofundando os estudos.

Entre as posições vendidas, temos basicamente feito ajustes finos no tamanho das posições à medida que os preços oscilam.

Por fim, para não perdermos o costume, gostaríamos de lembrar novamente nossos cotistas de que não esperamos que os retornos se dêem de maneira tão uniforme e rápida como neste ano. Nosso trabalho nos últimos meses tem sido consolidar os ganhos obtidos no ano de 2009. Em 2010 continuaremos buscando unir boas oportunidades de investimento e o foco na preservação de capital de nossos cotistas. Esperamos desta forma conseguir resultados satisfatórios de médio e longo prazo.

Nesta seção apresentamos a estratégia de gestão, iniciada pela IP em 2001, com a criação do Fundo IP-Global, disponível exclusivamente para investidores não-residentes. Através dele discutiremos nossas idéias de investimento em um escopo mais amplo e como elas são implementadas em um Fundo que não sofre limitações regulamentares em relação a exposição geográfica ou classe de ativos. Em breve disponibilizaremos um Fundo que implemente a mesma estratégia e esteja disponível para investidores qualificados no Brasil. Neste momento passaremos a divulgar dados sobre a gestão deste novo Fundo e não mais do IP-Global.

A variação no preço de mercado das posições do IP-Global no 4º trimestre de 2009 foi de 5,30% em dólares, líquida de todos os custos. Com isto, a rentabilidade em 2009 foi de 38,31%. Desde o início da gestão pela IP, em 2001, o Fundo acumula valorização de 62,77% em dólares.

O ano de 2009 foi o melhor do IP-Global. Evidentemente o *bull market* global de "ativos de risco" a partir de março ajudou, com os principais índices do mundo subindo (S&P500 26,47%, FTSE100 41,71% e Nikkei 225 18,31%), mas nosso risco, pelo menos da maneira com que avaliamos risco, foi dos menores já incorridos. Um mercado volátil partindo de bases depreciadas é nosso ambiente favorito. Nossa maior exposição a *equities* ocorreu no dia 7 de janeiro de 2009, meio do período em que os preços estavam mais baixos com pouco mais de dois terços do Fundo investidos e nenhum *short*. Como *hedge* tínhamos ainda uma posição comprada em ouro e mineradoras de ouro sem *hedge* e com dívidas pré-fixadas em dólares. Entre janeiro e junho, nossa posição comprada não apenas manteve-se elevada, como, dado o caos instalado no mercado, foi possível fazer algumas trocas que nos pareciam atraentes e que, de fato, mostraram-se vantajosas.

Em retrospecto é extremamente claro que o ideal teria sido aumentar ainda mais a exposição ao longo dos meses da crise. Correndo o risco de parecermos defensivos, reconhecemos a correção algébrica desta observação, mas não consideramos que teria sido correto. Como já colocamos no passado, respeitamos muito nosso estômago, nosso "sonômetro". Respeitar os nossos limites de risco, por mais intangíveis e conceituais que sejam, é um axioma fundamental na nossa gestão de investimentos. Na única vez que os desrespeitamos por falhas no processo de gestão humana interna, nos arrependemos amargamente. Nunca mais.

Uma tática que adotamos foi a de conciliar posições estratégicas, preservação de liquidez e poder de fogo com alguns investimentos de certa forma idiossincráticos que resultassem num portfolio que nos parecia ter perfil de risco/retorno assimétrico a nosso favor.

Um exemplo que acabou gerando uma das maiores contribuições do ano foi o investimento em ações da Goldman Sachs. Embora seja uma empresa com modelo de negócios fantástico e com administração bastante atraente, a governança nunca nos pareceu satisfatória. No auge da crise, no entanto, resolvemos montar uma posição oportunística na empresa. Os motivos que nos levaram a tal foram:

- O famoso "*too big to fail*"
- "Quem parte e reparte e não fica com a melhor parte, ou é burro ou não tem arte." O governo americano é tradicionalmente repleto de pessoas visceralmente ligadas à Goldman. E se há algo que temos certeza é que eles não são burros...
- Quando a Berkshire fez seu mega-investimento relâmpago na empresa, Buffett exigiu algumas concessões de governança que traziam proteções extras de curto prazo.

Outro exemplo foi a posição em ouro, que chegou a ser a maior do Fundo se considerarmos as posições diretas em ouro e através de empresas mineradoras. Mais uma vez, Buffett é quem melhor expressa as perspectivas de longo prazo do investimento em ouro: "Não paga dividendos nem juros e ainda custa seguro e custódia.". Uma versão mais ilustrativa é aquela em que diz que não vê sentido em pagar alguém para cavar e extrair o ouro em algum país da África e alguém para transportar o metal refinado para Londres ou Nova York onde será novamente enterrado num cofre a ser guardado por um caro esquema de segurança e com uma camada adicional de custo de seguro. De nosso lado achamos sofrível, para preservar nossa auto-estima, nossa capacidade de prever o preço das commodities. Aqui a lógica nos levava a três cenários básicos:

1. A crise se aprofundaria e o pânico seria ainda maior e mais longo. Neste caso as ações em geral continuariam caindo e o ouro subiria bastante. Com isto teríamos poder de fogo para adquirir ainda mais ações em condições ainda mais favoráveis sob a ótica de longo prazo.
2. Tudo não passava de uma "bad trip". Os governos conseguiriam controlar a crise e as coisas voltariam à "normalidade" no curto prazo.
3. A irrigação de moeda promovida pelos bancos centrais estancaria a crise (ao menos temporariamente) mas a perspectiva de inflação decorrente geraria uma corrida para "ativos reais" líquidos. Neste cenário, tanto ações quanto o ouro subiriam.

A hipótese "2" nos parecia (e continua nos parecendo) a menos provável e pelo menos até o momento estamos vivendo o cenário "3". Tendo em vista a grande alta das cotações, já realizamos parte relevante da posição direta, mas ainda mantemos as posições nas mineradoras. Dado que o período de tempo que precisamos para conhecer bem uma empresa mede-se em anos e não em semanas, o critério adotado aqui foi o de "cesta". Adquirimos participações em quatro empresas que tinham em comum as seguintes características:

- Foco principal na produção de ouro.

- Operações predominantemente em países politicamente estáveis.
- Que tivessem dívidas relevantes, a taxas de juros pré-fixadas, e vinculadas a investimentos visando o aumento da produção.
- Não fizessem *hedge* de sua produção, ou seja, cujos resultados futuros estivessem expostos às oscilações do preço do ouro.

Em resumo, para todos os efeitos, no percentual alocado para estas empresas "fomos para o baralhão". Se o ouro subisse ou caísse pouco, ganharíamos "algum". Por outro lado, se o ouro despencasse e todas quebrassem, as perdas seriam mais que compensadas pelas outras posições que, em função do "conforto" obtido através das ações da cesta para a eventualidade de ocorrência do cenário "1", pudemos montar.

O principal objetivo destes comentários é, como sempre, ajudar os investidores a entender como pensamos. Apesar de focados na busca de investimentos de longo prazo em empresas com bons negócios, boa administração e governança que formem o núcleo de nosso portfólio, procuramos evitar virar reféns de uma visão xiita. Apesar de às vezes não reunir as características fundamentais para ser uma posição estratégica do Fundo, algumas posições complementam a montagem de um portfólio que busca conciliar da melhor maneira possível nossa visão de mundo com as alternativas disponíveis e o objetivo de longo prazo.

#### PERSPECTIVAS

Acreditamos que as mudanças drásticas em nível global ainda não acabaram. Continuamos com nossa visão de que os preços atuais em geral embutem uma expectativa mais otimista que a experiência e a análise dos interesses envolvidos consideram prudente seguir. Na verdade, vemos os governos de vários países (EUA à frente) como grandes Madoffs, operando um grande esquema de faz-de-conta. O conto aqui é que receitas futuras de impostos serão suficientes para pagar juros e todos os compromissos "sociais". Como no caso Maddoff, é muito mais conveniente e agradável acreditar. Mas a verdade é que dificilmente a conta

fecha. Como naquele caso, a tendência é haver um final desastroso para os que acreditam (pensionistas, detentores de títulos de longo prazo de emissão do governo americano, etc.).

É aqui que a maior flexibilidade do Fundo IP-Global é mais relevante. Embora alguns achem ambiciosa a pretensão (aparente, provavelmente induzida pelo nome do Fundo) de "olhar tudo, no mundo inteiro" a verdade é diferente. **Não nos propomos a olhar tudo. Ao contrário, podemos descartar tudo que é sub-ótimo e concentrar no que achamos muito bom.** Num momento em que a dificuldade de se encontrar ativos sólidos, com negócios com vantagens competitivas sustentáveis refletidos em altos retornos sobre capital, administrados com competência e idoneidade a preços atraentes é maior, e em que tudo, até o refúgio tradicional do dólar e dos títulos do tesouro, é questionável, esta é uma grande vantagem.

Nossos casos favoritos continuam sendo independentes de classificações convencionais como por setor, geografia ou tamanho de empresa. No entanto, certos setores e certas geografias têm lá seus vieses, tornando-os mais atraentes em determinadas situações.

Ao longo dos últimos anos vimos tentando aprender um pouco mais sobre o setor de saúde nos EUA. Além de ser o maior setor da economia americana, sua complexidade e segmentação/extratificação tornam-o o maior laboratório empresarial de que temos conhecimento. A quantidade de modelos de negócios é virtualmente inesgotável, dado que além da vasta diversidade, o dinamismo induzido pelos aspectos competitivos, regulatórios e tecnológicos cuida para que sempre haja novos modelos. No mínimo temos um belo ganho ferramental, dado que em muitos casos, os modelos ou partes deles acabam sendo adotados em outros setores e/ou em outras geografias, conferindo vantagens àqueles que já os estudaram e entenderam.

Apesar de toda a turbulência no setor (na verdade, graças a ela) gerada pelos planos de reforma do setor pelo governo Obama, este ano pudemos colher alguns frutos do esforço, como no caso de IMS Health (posição já encerrada), Thermo Fisher e Pfizer (nas quais ainda temos posições), mas acreditamos que ainda há muito caldo a sair desta fruta. Os estudos continuam e nos

parece que, como na maioria dos casos, o ruído na mídia está contribuindo para depreciar os preços de alguns ativos mais do que seria normal.

Outro setor que anda por baixo (merecidamente) em termos de preços de ativos nos mercados mais desenvolvidos é o imobiliário. É difícil saber quando retomará o crescimento, mas é certo que isto acontecerá. Enquanto isto, continuamos estudando *players*, conhecendo as pessoas e entendendo os modelos e as "pegadinhas" de cada setor/empresa.

Candidatos naturais são os negócios baseados no uso pró-ativo e diferenciado de informações. Sob o nosso ponto de vista, há vários atrativos. Os retornos tendem a ser altos, em função das baixas necessidades de capital. A dificuldade prática de implementação historicamente tem sido altíssima. Muitas empresas têm um *pool* de dados potencialmente valioso imenso, mas são raríssimos os casos daquelas que conseguem torná-los o grande gerador de valor que podem representar. Quem se estabelece, desta forma, tem um negócio fantástico cujo foco é o processamento inteligente de informações e que fica "disfarçado" em empresas classificadas nos mais diversos setores, como IMS Health (saúde), Amazon (varejo), Google (mídia), Harrah's (cassinos), Co-Star (*real estate*), Verisk (seguros), entre outros. No nosso tradicional setor de varejo, candidato óbvio, a despeito de nossos esforços, temos encontrado pouquíssimos casos.

Em suma, continuamos buscando empresas com vantagens competitivas sustentáveis sob a ótica de longo prazo, que sejam capazes de gerar valor mesmo em cenários adversos para a maioria, incluindo aqueles onde mudanças de paradigmas relevantes ocorram. Em paralelo, procuramos estar atentos a eventuais distorções de mercado significativas, provocadas por desequilíbrios temporais ou aplicação de modelos calcados no uso (ou *overlook*) de premissas que nos pareçam inadequadas.

### ODONTOPREV (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-VALUE HEDGE)

Tendo em vista a combinação dos fatos de que o valor de mercado da empresa e sua liquidez em bolsa eram relativamente baixos e que a questão competitiva era um ponto importante, esta era uma posição de porte intermediário nos Fundos que evitamos comentar nos relatórios anteriores. Logo no início do trimestre ocorreu um grande passo positivo que mudou significativamente para melhor todos os aspectos acima. Mas antes de comentar as mudanças, uma breve introdução.

O negócio da Odontoprev é o de venda e administração de planos de saúde dental. Se por um lado é semelhante aos planos de saúde mais amplamente conhecidos, há algumas diferenças fundamentais a serem entendidas:

1. Dada a menor gravidade dos casos, o risco de passivos do negócio é bem menor e a utilização dos serviços mais administrável.
2. Os provedores de serviços são mais pulverizados, melhorando a posição relativa de negociação dos planos.
3. A Odontoprev era líder incontestemente em quantidade de clientes, aumentando as vantagens de escala.
4. Embora também sujeita à Agência Nacional de Saúde (ANS), dada a menor criticalidade da atividade mencionada no item 1 acima, a regulamentação é menos onerosa que nos casos dos planos de saúde.
5. As mensalidades e a penetração do produto são bem menores, facilitando a venda. No caso da Odontoprev, a mensalidade média recebida é pouco acima de R\$ 10,00.

Todos os atributos acima tinham uma grande desvantagem: atraíram a concorrência. Com a abertura de capital da Odontoprev em 2006, a rentabilidade e velocidade de crescimento do negócio foram colocadas mais à vista. A Bradesco Seguros, em especial, entrou pesado no

negócio. Este era o grande senão do caso para nós (e para a maioria dos demais investidores que acompanhavam o mercado).

O que complementou os atributos intrínsecos do negócio, nos levando a ter uma posição de aproximadamente 5% da empresa?

1. A qualidade da administração, em especial no que tange a gestão da rede odontológica, controle de riscos e precificação.
2. O fato da empresa ser do Novo Mercado com controle difuso. A assembléia da companhia este ano foi uma das raras onde de fato houve debate e votação, no caso sobre a distribuição (ou não) de parte do caixa da empresa.
3. A exuberante (até demais...) situação de caixa da empresa. Para um negócio com baixíssima necessidade de investimentos fixos, altamente gerador de caixa, a empresa possuía mais de R\$ 190 milhões de caixa em 30/09/2009, sem dívidas e contando com R\$ 17 milhões em provisões técnicas.
4. O preço das ações. Odontoprev foi das poucas empresas da "festa dos IPOs" de 2006/2007 que nos pareceu atraente desde o início. O preço de suas ações, no entanto, nos parecia já refletir esta atratividade. Mas a experiência indica que mesmo para bons negócios, há períodos de crise, ou pelo menos aqueles onde o preço de suas ações sofre em "simpatia" com o mercado em geral ou com outras empresas consideradas "comparáveis". Isto mudou com a crise geral no segundo semestre de 2008, e pudemos montar nossa posição a preços que variaram de R\$ 20,70 a R\$ 41,00.

Voltemos então à operação do início de outubro. Nela, a Odontoprev incorporou as operações da Bradesco

Dental, que tinha aproximadamente a metade do número de clientes. Além disto, para adequar as participações resultantes às pretendidas, a Bradesco Dental também integralizou caixa no montante de R\$ 334 milhões. E, como consequência do foco nos desafios de integração e maior solidez da companhia, que continuará a ser forte geradora de caixa, serão pagos dois dividendos especiais, um aos acionistas de Odontoprev anteriores à operação e outro a todos (incluindo o Bradesco). No nosso caso receberemos os dois, num montante aproximado de R\$ 13,00/ação.

A operação realça as possibilidades positivas de geração de valor para companhias de controle pulverizado, boa gestão e com investidores relevantes. Ainda no escopo da mesma, na Assembléia de 23 de dezembro o grupo de acionistas minoritários indicou dois novos membros para o Conselho de Administração, que além da larga experiência empresarial, têm a vantagem adicional de terem experiência profissional conjunta bem sucedida, compondo assim um conjunto interessante com os membros indicados pela gestão e pelo Bradesco.

Cabe ressaltar o esforço constante que a área de relações com investidores da companhia fez desde o primeiro momento, contratando um dos mais experientes e eficientes profissionais de mercado antes da abertura de capital. Obviamente não há esforço de RI que sustente um negócio ruim e/ou gestão incompetente, mas no caso, o trabalho de busca constante de melhor adequação da base de investidores às características da companhia foi dos melhores que vimos no Brasil e muito importante para o bom termo da operação.

Parece-nos ter sido uma operação em que todas partes envolvidas saíram ganhando, tendo em vista um *set-up* que levou naturalmente a um rateio razoável.

Os acionistas acessaram um excesso de caixa, tornaram-se sócios de uma empresa mais sólida e a administração trocou uma agenda negativa de concorrência predatória por uma positiva materializada num belo desafio de integração. Os dentistas e clientes ganham a simplicidade de uma rede ainda mais sustentável e de maior alcance.

Por fim, merece destaque a análise da trajetória do CEO/Fundador da Odontoprev. De maneira consistente com seu objetivo de construir a maior empresa do setor no Brasil, ele foi gradualmente cedendo espaço, primeiro a investidores de *private equity*, depois lançando ações. Como ressaltamos, ao abrir o capital tomou o cuidado de contratar um experiente e bem conectado executivo de relações com mercado. Com a operação, sua participação no capital da empresa foi mais uma vez reduzida, aproximadamente de 14% para 7%. Mas manteve a gestão de uma empresa 50% maior de imediato, mais líder do que nunca, com potencial de crescimento muito maior, na qual continua a ser o grande líder. Assim como nós, recebeu um dividendo relevante e mais, dada a compreensão do mercado sobre a geração de valor e potencial da empresa, o valor de sua participação ficou praticamente estável, mesmo depois dos dividendos (o valor de mercado da empresa chegou a R\$ 1,5 bilhões antes da declaração dos dividendos). Resumindo, já construiu um belo patrimônio (dentro e fora da empresa), tem a ocupação que buscou e, de quebra, já resolveu a maior parte do problema de sucessão. Obviamente ainda é muito cedo para definir o fim da história, mas pelo menos até aqui tem sido um belo exemplo.

## BERKSHIRE HATHAWAY (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-VALUE HEDGE, IP-GLOBAL)

Nada como o tempo. Ao longo da vida, tivemos a possibilidade de ter posições na empresa de Warren Buffett, mas sempre relativamente pequenas. A razão, obviamente, era o preço em relação ao custo de oportunidade. Agora, finalmente, estamos conseguindo montar uma posição mais relevante. Hoje, Berkshire é a maior posição do IP-Global e a maior posição internacional do IP-Participações e do IP-Value Hedge.

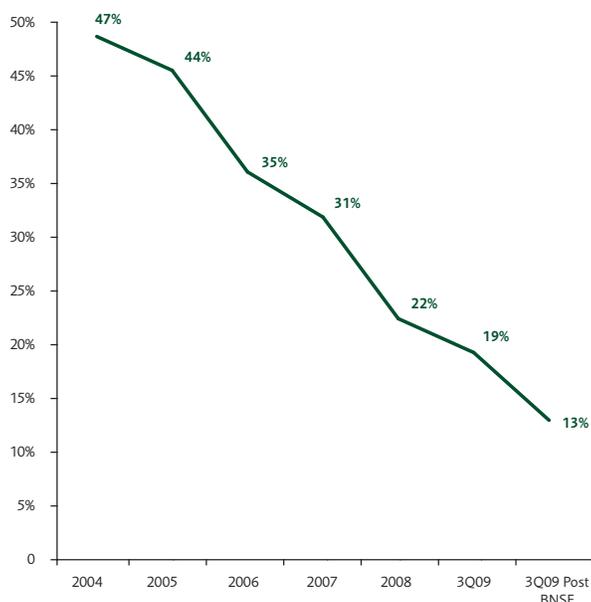
Um indicador bem simples e relevante para o caso é o gráfico que ilustra a relação Preço/Valor Patrimonial da Berkshire.

Mais uma vez o principal argumento que poderia justificar o baixo valor histórico seria de que antes os investidores pagavam um prêmio em relação ao valor contábil em função dos lucros extraordinários gerados por Buffett em algumas transações. Embora válido, julgamos que há outros argumentos na direção contrária que são, pelo menos, da mesma relevância:

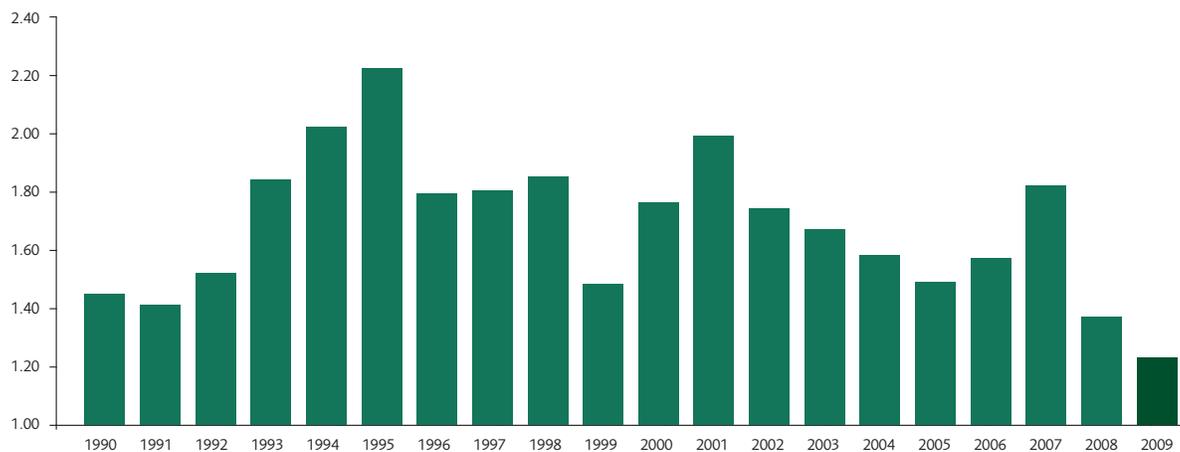
1. Buffett sempre foi extremamente conservador na contabilização de seus investimentos. Nos casos em que estas posições são em ativos não negociados em mercado, esta tendência sempre foi ainda maior. Ocorre que ao longo dos últimos anos, o percentual investido diretamente em empresas não listadas vem crescendo, fazendo com que o peso do conservadorismo refletido no valor patrimonial aumente.

2. O percentual do total de ativos em caixa era bem maior há alguns anos, justamente porque a maioria dos negócios (em bolsa ou em negociações privadas) estava com preço altos. Com isto, o prêmio efetivamente pago anteriormente era relativamente ainda maior.

## BERKSHIRE CASH & EQUIVALENTS (% OF BOOK VALUE)



## BERKSHIRE PRICE/ BOOK VALUE



Claro que "quando a esmola é demais, pobre desconfia". Quais fatores poderiam estar levando a esta "molezinha"?

O primeiro e mais evidente "risco" é o bom velhinho não estar mais lá para performar sua arte. Dadas a clareza e a visibilidade deste dado, não nos parece razoável classificá-lo como risco. Na verdade, existe a hipótese de que o mercado esteja exagerando na negatividade em relação a esta informação. A máxima "cai no boato e sobe no fato" (e seu irmão recíproco) não seriam tão populares se não encontrassem tanto apoio nos fatos. Mas a beleza é que não dependemos desta teoria estar correta. Os mais de 20 anos de acompanhamento dos movimentos de Buffett nos dão um grande conforto de que o valor da empresa, mesmo sem ele, é significativamente maior e tem condições satisfatórias de continuar crescendo.

A segunda causa nos parece ser a recente oferta feita pela Berkshire para a aquisição da Burlington Northern Santa Fé (BNI), empresa que faz transporte ferroviário, olhada com desdém por muitos. Alguns analistas comentam que o preço pago foi alto (mais de 15x seu lucro). Após esperar por anos a fio recusando ofertas e procurando por oportunidades onde pudesse fazer um grande investimento com taxas de retornos interessantes, será que Buffett acha que está pagando mesmo esse *valuation*? Ao ser entrevistado, Buffett argumentou que era basicamente uma aposta na retomada do crescimento dos EUA a longo prazo e que, de fato, não esperava um retorno espetacular. Considerando que os acionistas de BNI ainda precisam aceitar sua proposta, Buffett não está exatamente em uma posição de ressaltar todos os atributos positivos ou quais são as oportunidades de geração de valor para esta companhia. Apesar disso, deu uma pista interessante: falou sobre a grande eficiência energética que o transporte ferroviário possui hoje em dia quando comparado a outros meios de transporte. Como é notório que Buffett acredita em preços de petróleo e energia em patamares altos no

futuro, é uma possibilidade que ele esteja vendo um maior crescimento nos volumes do que muitos vêem.

Existe ainda o benefício secundário de, com a aquisição, a Berkshire conseguir trocar boa parte de seu caixa em dólares, que hoje em dia corre risco de perda permanente de valor, por um excelente ativo com vantagens competitivas sustentáveis.

Há que se lembrar ainda que Buffett sempre foi bastante conservador ao falar sobre a perspectiva de seus investimentos. Em 2008, ele fez diversos investimentos, como em GE e Goldman Sachs, que parecem ter gerado bastante valor. Através de uma subsidiária da Berkshire, foi adquirida uma participação na BYD Co., que desde então teve sua cotação multiplicada por mais de seis vezes em bolsa.

O interessante de se notar é que, apesar disso tudo, suas ações tiveram valorização tímida enquanto o mercado em geral teve grande valorização.

Existe uma razão técnica de curto prazo que pode estar causando essa distorção. Os acionistas de BNI irão receber US\$100 por ação, pagos parte em dinheiro e parte em novas ações de Berkshire a serem emitidas. O número de ações que a Berkshire precisará emitir dependerá do preço de negociação das ações de Berkshire. Quanto mais baixo estiver o preço, mais ações terão que ser emitidas. Quanto mais alto o preço, menos ações serão emitidas. Apesar de terem sido colocados limites de diluição máxima e mínima (estrutura de *collar*), criou-se um incentivo perverso. Um hipotético Fundo que comprasse ações de BNI e fosse grande o suficiente para ao mesmo tempo montar posições vendidas em ações de Berkshire e deprimir suas cotações, poderia auferir lucros com essa operação. Os ganhos são dobrados: com o preço de Berkshire caindo, há ganhos com a posição vendida e com o maior número de ações de Berkshire a que as ações de BNI passam a fazer jus. Essa situação artificial pode estar criando uma oportunidade de ouro para aumentarmos ainda mais nosso investimento.

## IMS HEALTH (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-GLOBAL)

Com sensação ambígua, zeramos esta que era nossa maior posição internacional (descrita em detalhes no relatório passado) no IP-Participações e investimento relevante do IP-Global. Investidores privados fizeram uma oferta que superava em mais de 50% os preços recentes. Este é um exemplo de um "risco" que corremos. Depois de muito tempo investido no conhecimento da empresa, pessoas e indústria, a empresa é vendida e deixa de ser negociada em bolsa. Por um lado existe a vantagem de um ganho rápido, como no caso (aproximadamente 50% em menos de um semestre). Mas quando se trata de um negócio com ampla vantagem competitiva global e altos retornos sobre capital, ao comprarmos num preço atraente, o melhor cenário é de anos e anos de ganhos acima de 20% durante os quais o trabalho de manutenção é menor, a rede de conhecimento no segmento cresce com mais facilidade e podemos usar o tempo liberado para a busca de outras pérolas. Quando o ciclo é interrompido tão cedo, apesar do ganho "fácil" de curto prazo, a tendência é perdermos um filão relativamente inexplorado. Como consolo, temos os casos nos quais as empresas, após algum tempo, voltam a ser negociadas em bolsa e podemos voltar a explorar o filão mais a frente.

## ITAÚSA (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-VALUE HEDGE)

Apesar da alta de 74% no ano, continua sendo posição relevante. Nos relatórios trimestrais ao longo do ano comentamos acerca das diversas operações societárias recentes (Unibanco, Porto Seguro, Satipel) que a nosso ver ilustram parte da beleza do caso. Acreditamos que a série tem grandes chances de ainda estar longe de terminar. A empresa continua a ter acesso a capital e, mais importante, uma mentalidade clara e sensata neste sentido.

Os sinais têm sido preponderantemente positivos em relação à fundamental digestão da operação com o Unibanco. Acreditamos que com isto, e em função da visão da empresa para as questões de risco político, as probabilidades de vermos mais um movimento

relevante da empresa ao longo dos próximos 24 meses são grandes. E como colocamos na seção "Fundam-se!", suas operações historicamente têm mostrado as características positivas que buscamos: baseadas numa visão empresarial positiva e partindo de uma posição forte.

Concluindo, a empresa nos parece uma combinação bastante atraente de boa execução com alto foco no controle de risco (a despeito de problemas e riscos inevitáveis numa operação desta magnitude), ambição e governança com preços ainda atraentes num cenário "normal" (i.e., crescimento na faixa de 3 a 4% com volatilidade relevante na atividade econômica) e muito mais ainda na hipótese que não gostamos de contar de um crescimento maior e contínuo. Isto tudo com as imensuráveis surpresas, que no caso acreditamos tenderem a ser positivas.

## SARAIVA (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-VALUE HEDGE)

Esperamos mais um bom ano para nossa conhecida de longa data. Na editora, a sequência de bons resultados continua enquanto na Livraria a integração da Siciliano continua avançando satisfatoriamente e as expectativas são por um 2010 bem positivo.

A despeito das fortes posições em seus mercados (jurídicos e didáticos na Editora e maior rede de livrarias do Brasil), a administração continua se preparando pró-ativamente para mudanças que surgem no horizonte. A exemplo do pioneirismo da Saraiva Data, das Mega Stores e da Saraiva.com, vemos com felicidade hoje a atenção e os esforços empenhados na compreensão e desenvolvimento de uma estratégia para o crescimento da distribuição digital de conteúdo. Sem se prender a dogmas ou vícios, a empresa reconhece que, a despeito de visões extremadas de migração total no curto e médio prazo, estamos num processo gradual que deve ser mais do que enfrentado; deve ser aproveitado. Este tipo de postura é e sempre foi um dos motivos que nos atrai na empresa.

Com o passar do tempo, o que era um sonho vai se tornando realidade. Além da consolidação da posição (mais uma vez nos referindo ao item "Fundam-se!", ao

longo dos anos a Saraiva conduziu bem sucedidos processos de aquisição, tanto na Editora quanto na Livraria, partindo de uma agenda positiva de crescimento e de uma posição forte), a empresa torna-se cada dia mais relevante e atraente para uma gama maior de investidores. O fato da empresa não ter suas ações listadas no Novo Mercado, condição *sine-qua-non* para muitos investidores, certamente é um fator dificultador. Muitos encontram-se presos a rótulos e *check-lists* que não capturam o fato da empresa já ter voluntariamente instituído um *tag-along* para suas ações preferenciais e ter há anos um membro indicado por nós em seu Conselho de Administração, que de fato funciona como foro de discussões estratégicas e monitoramento das operações. Mas a sequência de bons resultados, elevados retornos, boas decisões e consequente crescimento vai tornando a empresa cada dia mais difícil de ignorar. O preço de suas ações talvez seja o que ainda apresenta o maior desconto em relação ao seu valor intrínseco dentre as que acompanhamos.

#### TOTVS (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-VALUE HEDGE)

Nossa "filhote de SAP e Oracle" foi a maior fonte de resultados do IP-Participações e do IP-Value Hedge em 2009. A combinação de um negócio de características intrínsecas fantásticas, que atingiu massa crítica e liderança de mercado com relativa "obscuridade" para a maioria dos investidores potenciais, e a crise de 2008 gerou uma oportunidade de compra memorável. Por um lado, a maior parte dos investidores focados no mercado brasileiro tinha pouca familiaridade com o modelo de negócio. Por outro, a empresa estava fora do radar da vasta maioria dos investidores globais focados no setor. Para completar, a empresa vem executando bem e o processo de formalização da economia provê um vento favorável relevante. Um caso que o grande Munger provavelmente classificaria como digno do "*Lollapalooza effect*"<sup>2</sup>.

Apesar do preço das ações ter triplicado do ponto mais baixo que chegamos a adquiri-las, as ações continuam a nos parecer atraentes. Além de todas as características citadas acima, temos "a cerejinha sobre

o bolo" de que hoje Totvs é provavelmente o ativo que faz mais sentido sobre o ponto de vista econômico e estratégico para as gigantes globais do setor. Num cenário de venda, "*all bets are off*" em termos de preço. Enquanto isto, esperamos confortavelmente investidos em uma empresa que cresce bastante com baixo uso de capital a preços razoáveis.

#### NESTLÉ (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-GLOBAL)

A empresa anunciou no primeiro dia útil de 2010 a venda de sua participação societária na Alcon, empresa do ramo de *eye-care* adquirida há 33 anos por USD 280 milhões (pelos 52% que a Nestlé ainda detinha) para a Novartis. Embora não exatamente inesperada, a operação acabou acontecendo antes do previsto e realça alguns pontos que consideramos atraentes na Nestlé. Por exemplo, a empresa tem focado cada vez mais no *core business* e com isto vem investindo bastante nas linhas fundamentais e retornando o excesso de caixa a seus acionistas. Só nos últimos dois anos foram USD 22,6 bilhões entre dividendos e recompras de ações (do segundo semestre de 2007 ao primeiro semestre de 2009, líquido de emissões). Com a venda da participação na Alcon devem vir mais USD 9,6 bilhões em recompras e dividendos e ainda resta a participação na L'Oreal, cujo valor de mercado hoje é de USD 19,9 bilhões, fora a grande geração de caixa da empresa. Para tornar o caso mais atraente, pelas regras suíças, a venda da participação na Alcon não sofre tributação e como a empresa, apesar de operar globalmente reporta em francos suíços, ainda tivemos um belo ganho cambial com a valorização do franco suíço em relação ao dólar.

Mais um caso de sono tranquilo para o IP-Participações e para o IP-Global, adquirido no auge da crise e que vem trazendo bons e consistentes resultados.

#### LOJAS RENNER (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-VALUE HEDGE)

No final de 2008, a administração de Lojas Renner "chocou" o mercado ao ser clara que embora o mundo não fosse acabar, as coisas ficariam mais difíceis e era

2 Nas palavras do próprio Charles Munger: "É quando duas, três ou quatro forças estão operando numa mesma direção... na Física, seria como atingir uma massa crítica onde se chega em uma explosão nuclear - mas não se chega a grandes coisas antes desse ponto crítico"

hora de ser cauteloso. Uma colocação perfeita do ponto de vista operacional que só reforçou nossa convicção de que trata-se de uma grande empresa, com pessoas responsáveis, íntegras e pró-ativas no controle (tanto no nível executivo quanto de Conselho). A reação do mercado foi derrubar a cotação das ações da empresa. Resultado: o melhor ponto de compra de Renner em uma década. No final das contas de 2009, as ações de Lojas Renner subiram quase 150%. No IP-Participações, por exemplo, embora tenhamos realizado um ganho maior que nossa posição no início do ano, Lojas Renner permanece como uma posição relevante na carteira. Trata-se claramente de uma empresa vencedora, capaz de manobrar nos mais diversos cenários, crescendo agressivamente quando o mercado permite e "sabendo jogar na defesa" quando os riscos sobem demais.

#### SETOR IMOBILIÁRIO (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-VALUE HEDGE)

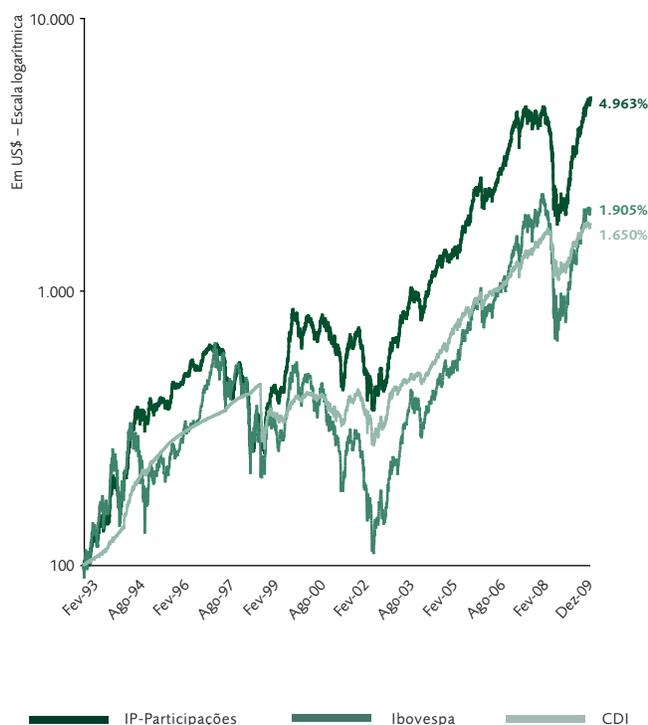
Apesar de ter permitido ganhos relevantes para o IP-Participações e IP-Value Hedge em 2009 e das perspectivas fantásticas para o setor, terminamos o ano com uma exposição bastante reduzida. Mais uma vez o problema é a relação preço/retorno, potencial/risco.

Enquanto em outros países empresas deste setor apresentam diversos modelos de negócios, no Brasil uma grande barreira é a concentração das empresas listadas no modelo de incorporações residenciais.

Este modelo implica numa grande alavancagem financeira que gera retornos fantásticos quando tudo vai bem, mas que tende a ser fatal em eventuais "soluços" do mercado consumidor ou financiador, um risco ao qual atribuímos peso aparentemente maior que o mercado. Este risco nos parece amplificado (e de certa forma já visto na recente crise) pela forte concorrência gerada pela quantidade de empresas irrigadas com capital pelo mercado e pelo governo. Na busca desenfreada por ganhos de escala, *market share* e acesso a mais capital, a tendência é o uso de premissas cada vez mais agressivas na análise de viabilidade dos projetos e um ganho cada vez maior para o proprietários de terrenos em detrimento de um risco cada vez maior para os incorporadores convencionais.

Nossa posição comprada em ambos os Fundos é no setor de *shopping centers*, mas nada que aos preços atuais nos encha os olhos. Continuamos, no entanto, altamente interessados no setor e investindo esforços para identificarmos novas oportunidades em novos ativos ou para estarmos prontos para reagir a eventuais oportunidades que surjam nos ativos que já conhecemos. A oportunidade, a julgar pela comparação do setor no Brasil com boa parte do mundo, nos parece secular. Provavelmente não será suave, mas aqueles que souberem gerenciar bem os riscos e tiverem paciência e criatividade na busca de modelos menos concorridos tendem a ser casos de sucesso.

## PERFORMANCE – IP-PARTICIPAÇÕES



Rentabilidade (R\$)	IP-Participações FIA	Ibovespa <sup>(3)</sup>	CDI
Dezembro 09	4,75%	2,30%	0,72%
Novembro 09	7,94%	8,88%	0,66%
October 09	2,57%	0,09%	0,69%
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%
Maio 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%
2009	87,41%	82,66%	9,88%
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	87,41%	82,66%	9,88%
60 meses	148,19%	162,01%	88,99%
Desde 26/02/93 <sup>(1)(2)</sup>	4962,85%	1904,85%	1650,43%
Retorno anualizado <sup>(1)(2)</sup>	26,44%	19,63%	18,67%
Volatilidade histórica	26,51%	43,00%	14,64%

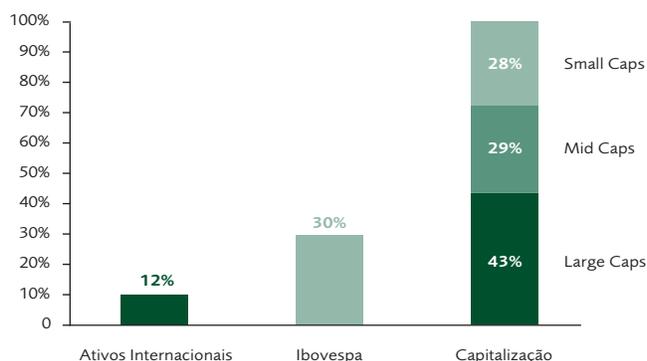
(1) Em dólares

(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\$ 175.872

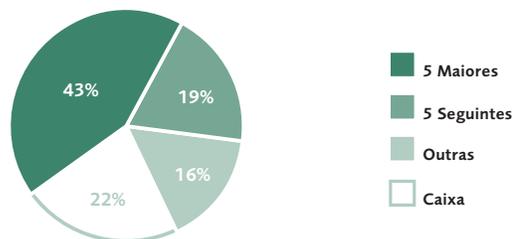
24

### CARACTERÍSTICAS DA PARCELA EM AÇÕES\*



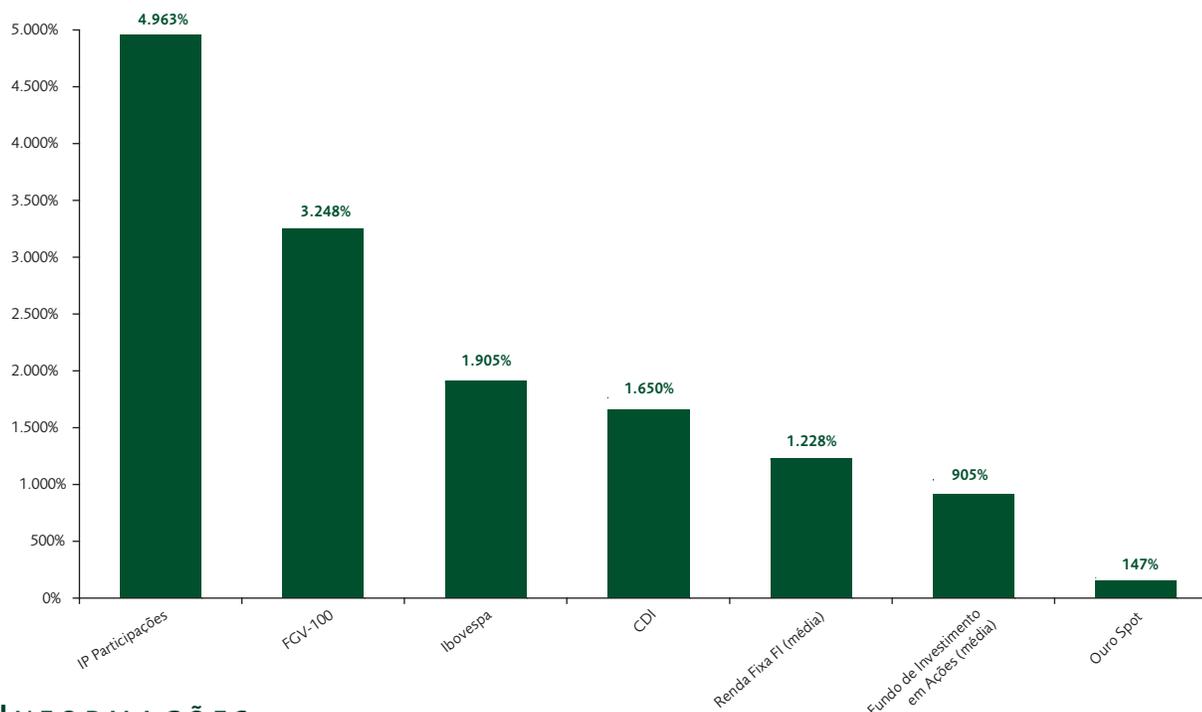
Ativos Internacionais: % investido em ativos internacionais/Ibovespa: % de ativos da carteira que estão no índice/Capitalização: Pequena (menor que US\$1b), Média (entre US\$1b e US\$3b), Grande (maior que US\$3b)

### COMPOSIÇÃO E CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



## COMPARATIVO DE RENTABILIDADE ACUMULADA (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93 até 31/12/09)



## 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

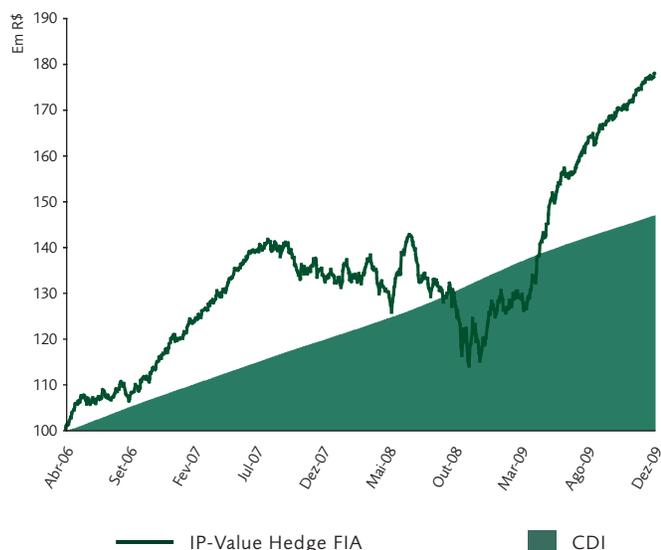
Ouvidoria: no endereço [www.bnymellon.com.br/sf](http://www.bnymellon.com.br/sf) ou no telefone 0800 7253219

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditor: KPMG

## PERFORMANCE – IP-VALUE HEDGE FIA

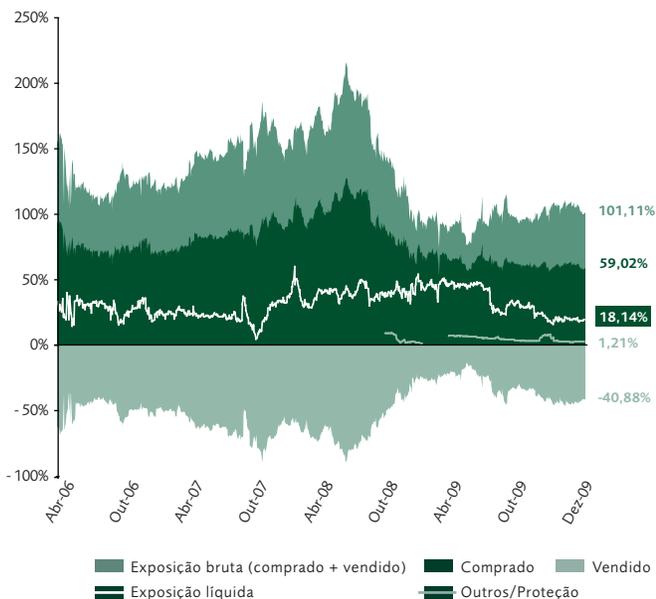
### IP-VALUE HEDGE FIA X CDI



Rentabilidade (R\$)	IP-Value Hedge	CDI	%CDI
Dezembro 09	2,12%	0,72%	292,36%
Novembro 09	2,08%	0,66%	314,98%
Outubro 09	1,12%	0,69%	161,83%
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%
Maio 09	5,23%	0,77%	681,68%
Abril 09	12,67%	0,84%	1516,04%
Marco 09	2,97%	0,97%	307,73%
Fevereiro 09	1,72%	0,85%	201,57%
Janeiro 09	1,24%	1,04%	118,63%
2009	44,59%	9,88%	451,44%
2008	-5,81%	12,38%	-
2007	12,02%	11,82%	101,74%
2006 <sup>(1)</sup>	22,16%	10,36%	213,86%
12 meses	44,59%	9,88%	451,44%
Desde 05/04/2006 <sup>(1)</sup>	86,37%	52,38%	164,90%
Volatilidade Histórica	10,31%	0,11%	-

(1) Início do Fundo em 05/04/06  
Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 76.777

### EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



### ESTATÍSTICAS DE DESEMPENHO

Retorno Médio Mensal	1,46%
Maior Retorno mensal	12,67%
Menor Retorno Mensal	-6,32%
Meses Positivos	32    71%
Meses Negativos	13    29%
<b>Total</b>	<b>45    100%</b>
Últimos 6 meses	14,28%
Últimos 12 meses	44,59%
Últimos 18 meses	33,36%
Últimos 24 meses	36,19%

### EXPOSIÇÃO POR ESTRATÉGIA

Estratégia	# trades	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Arbitragem	11	39,92	39,48%
Direcional Long	22	39,06	38,63%
Direcional Short	19	20,92	20,69%
Long/Short	0	0,00	0,00%
Outros/ Proteção	2	1,21	1,20%
<b>Total</b>	<b>54</b>	<b>101,11</b>	<b>100,00%</b>

### CONTRIBUIÇÕES PARA O RESULTADO DO MÊS

Estratégia	%
Arbitragem	0,30
Eventos Corporativos	0,00
Direcional	1,39
Long/Short	0,00
Caixa	0,31
Outros / Proteção	0,12
<b>Total</b>	<b>2,12</b>

## EXPOSIÇÃO POR MARKET CAP\*

Capitalização**	# empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Small	5	6,88	6,89%
Middle	7	11,32	11,33%
Large	26	75,00	75,08%
Índices	2	6,70	6,71%
<b>Total</b>	<b>40</b>	<b>99,90</b>	<b>100,00%</b>

\*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	4,42	4,42%
Automóveis e auto-peças	1	0,86	0,86%
Bancos	3	12,07	12,08%
Energia Elétrica e Saneamento	7	21,74	21,76%
Imobiliário	4	2,13	2,13%
Índices	2	6,70	6,71%
Materiais Básicos	5	14,33	14,34%
Mídia (Editora)	1	1,95	1,95%
Petróleo	1	6,82	6,83%
Seguros	2	5,59	5,60%
Serviços	2	5,89	5,90%
Serviços Hospitalares	2	4,72	4,72%
Serviços Financeiros	3	2,16	2,16%
Transporte e Logística	3	2,38	2,38%
Varejo	1	8,14	8,15%
<b>Total</b>	<b>40</b>	<b>99,90</b>	<b>100,00%</b>

\*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](http://www.investidorprofissional.com.br) / [faleconosco@investidorprofissional.com.br](mailto: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](http://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](http://www.bnymellon.com.br/sf) ou no telefone 0800 7253219

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditor: KPMG



---

## ALEATÓRIAS

---

*"O Natal é uma época em que as crianças dizem ao Papai Noel o que querem e os adultos pagam a conta. Os déficits ocorrem quando os adultos dizem ao governo o que querem e suas crianças pagam a conta." – Richard Lamm*

*"Você deveria vender quando tem vontade de chorar de alegria e comprar quando tem vontade de chorar de tristeza." – Anônimo*

*Muito dos dejetos produzidos pela humanidade hoje são constituídos de substâncias inexistentes em proporções comparáveis na natureza. Considerando-se as acelerações no número de seres humanos e na produtividade dos processos de produção/transformação tanto na indústria quanto na agricultura, temos um problema a confrontar.*

---



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