



RELATÓRIOS DE GESTÃO

PRIMEIRO TRIMESTRE / 2011

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 accidental 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

IP-Participações	3
IP-Value Hedge	7
IP-Global	10
Investimentos	15
PIPA - 2011	17
Performance	19
Informe IP-Participações	19
Informe IP-Value Hedge	20
Informe IP-Global	22
Aleatórias	24

EUREKAS MACROPROVINCIANOS, MICROPROVIDENCIAIS

A variação no preço de mercado das posições do Fundo IP-Participações no 1º trimestre de 2011 foi de -0,8% em reais, líquida de todos os custos. Desde o início da gestão pela Investidor Profissional, em 1993, o Fundo acumula valorização de 6.505% em dólares, equivalente a um retorno anualizado de 26,3% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 18,6% ao ano em dólares e o CDI de 18,5% ao ano em dólares.

As principais contribuições positivas para a carteira no período foram Redecard, Brasil Foods, Amil e Bradesco ON - além da nossa posição em "caixa". As principais contribuições negativas foram Saraiva, Ambev ON e Cyrela.

Nossa alocação em ativos globais foi mantida bem próxima do limiar regulatório de 10%, e teve efeito de -0,3% no resultado do Fundo no período.

Ao longo do trimestre valem ser ressaltados alguns movimentos importantes:

1. Aumentamos a exposição em ações do Fundo: fizemos mais uso do caixa.
2. Aumentamos a concentração do Fundo: construímos uma carteira com menos ativos, reflexo da nossa maior percepção de margem de segurança e convicção em ativos específicos, somados ao nosso desejo de maior simplificação e foco.
3. Plantamos novas idéias de investimento: novas posições *core* foram montadas e outras estão em construção e/ou pesquisa.
4. Mantivemos o nível de caixa em patamares extremamente confortáveis: o cenário global exige cautela e, se por um lado aumentamos nossa exposição em alguns pontos percentuais, por outro fizemos várias "trocas", financiando a compra de ativos com a venda em nível parcial ou total de outros.

5. Aceleramos ainda mais o ritmo de estudos e diligência/investigação de campo no Brasil, além de realizarmos visitas a empresas e conferências nos EUA e Europa.

O primeiro trimestre do ano foi povoado por uma série de episódios marcantes de natureza macroeconômica (globais e nacionais), geopolítica e - quem diria - geológica. Suas implicações concretas são indiscutíveis, embora não contemos com uma escala Richter para aferir sua magnitude, nem um manual Bayesiano para entender com clareza suas ramificações, condicionalidades e interdependências - em especial se levarmos em consideração os movimentos tectônicos já em andamento.

Do ponto de vista de gestão, as reverberações e ruídos associados a tais eventos e suas diversas interpretações trouxeram, somados a revisões de expectativas setoriais e, em alguns casos, ao aumento da percepção de risco específico de empresas individuais, movimentos de preço de ordem de grandeza suficiente para nos permitir realizar algumas mudanças interessantes em nosso *portfolio*.

No decorrer do trimestre aumentamos substancialmente nossos investimentos nos grandes bancos de varejo privados (Itaúsa e Bradesco ON) e serviços financeiros. Dobramos nossa posição em Redecard e Brasil Foods, aumentamos Cyrela e Multiplan, além de promovermos uma série de ajustes menos relevantes.

Para financiar parte das compras e simplificar o *portfolio* usamos caixa, vendemos praticamente toda a nossa cesta de *utilities* e zeramos algumas posições de menor convicção.

Hoje temos apenas 16 ativos locais em carteira, contra 22 no início do ano.

ITAÚ, BRADESCO, REDECARD E CIELO

Um dos setores menos compreendidos pela comunidade de investidores estrangeiros, os agentes que hoje na prática formam a margem do mercado, é o financeiro - especificamente os grandes bancos privados brasileiros.

Nesse sentido, a heterodoxia das medidas restritivas ditas "macroprudenciais" adotadas pelo Banco Central para coibir a expansão do crédito e combater a inflação podem ter sido interpretadas com desdém e ceticismo por uma certa ala do mercado como "macroprovincianas", mas na nossa ótica de investimentos foram "microprovidenciais"... Some-se a isso a peça veiculada no Financial Times pelo CIO do Eureka Fund sobre a bolha *subprime* no Brasil¹ e pronto: mais e mais "ruído" sobre o setor, adicionando incerteza e volatilidade. O que é ótimo quando se está em busca de oportunidades e com dinheiro em caixa.

Não que o "setor bancário" em si nos interesse. Não fazemos apostas setoriais. Na prática, definimos o universo endereçável de bancos como "grandes bancos privados nacionais de varejo": Itaú e Bradesco, os vencedores do processo de consolidação que são mais varejo do que banco (embora estejam se saindo bem nesse novo *business* de crédito) e têm como "buffer" a performance dos bancos estatais.

Se formos um pouco mais abrangentes e considerarmos os interesses dos grupos controladores de ambos os bancos, constata-se que cerca de 30% do IP-Participações estão investidos em empresas vinculadas aos dois nomes - com as empresas do "Sistema Itaú" (Itaúsa, Redecard e Porto Seguro) somando 24%. Itaúsa permanece sendo a maior posição do Fundo e Redecard está próxima de se tornar a segunda maior (já é a terceira e foi a maior contribuição positiva do trimestre).

Como nossos leitores mais antigos já sabem de cor e salteado, procuramos investir em empresas

que apresentem um mix de: excelente modelo de negócios, sólida estrutura e dinâmica de mercado, regulatória e tecnológica favorável, gestão e alocação de capital competente e diferenciada e, acima de tudo, "donos" (acionistas, *board* e *management*) honestos, responsáveis, focados no que interessa e alinhados. Subjacente a esses parâmetros e absolutamente crucial é que o ativo avaliado ofereça margem de segurança expressiva entre o preço de compra e a nossa percepção do valor a ser realizado e/ou reconhecido dentro do nosso horizonte de investimentos. Tarefa difícil. Mais ainda: caso julgemos que um ativo em análise atenda a vários critérios-chave mas não passe em um crivo importante (como a nossa confiança nos "donos"), limitamos o tamanho máximo da posição independentemente do tamanho da distorção percebida entre preço e valor - até prova em contrário, o que costuma ser raro.

Usualmente procuramos construir nossa carteira com 15 - 20 ideias de investimento que, uma vez contemplando os critérios acima, podemos agrupar de modo geral em 3 categorias (com grande preferência pelas duas primeiras): 1) os "*compounders*": ativos de empresas que "compõem" os seus retornos bem acima do seu custo de capital de forma consistente ao longo do tempo - e conseguem reempregar capital a taxas elevadas; 2) as "máquinas de geração de caixa": empresas que empregam pouquíssimo capital, geram muito caixa discricionário e retornam o excedente não re-empregável para os acionistas; 3) as oportunidades de "*re-rating*": boas empresas que por algum motivo cometeram algum deslize operacional (ou uma sequência deles) ou estão vivendo algum "inferno astral" por questões macro/setoriais e foram penalizadas excessivamente pelo mercado no curto prazo. Claro que as oportunidades de *re-rating* podem acontecer nas empresas tipo (1) e (2), mas infelizmente são raras. Grosso modo, aliás, sempre há algum componente de *re-rating*

¹ No Buysiders.com.br, o blog da IP, postamos esse e outros artigos em "A disparada do crédito no Brasil" <http://www.buysiders.com.br/2011/02/26/a-disparada-do-credito-no-brasil-%e2%80%93-financial-times/>

em qualquer investimento: assume-se que se um investidor julga um determinado ativo “barato” é porque possui por definição uma *variant perception*, isto é, é capaz de enunciar uma tese de investimentos que justifica por que o preço de mercado embute e sintetiza expectativas que não procedem e que, com o tempo e/ou na ocorrência de um ou mais eventos, será devidamente reconhecida - levando a uma convergência entre preço e valor.

Ativos como Itaú, Ambev e Bradesco se encaixam no conceito de “*compounders*” – embora por motivos bem diferentes. Redecard, Totvs e Odontoprev, são “máquinas de geração de caixa”. E enquanto o componente de *re-rating* nos investimentos em Itaú e Bradesco é significativo, no caso de Redecard ele é bem mais acentuado.

Falamos sobre Redecard no Relatório do 1º Trimestre de 2010. A empresa atua no segmento de cartões de crédito prestando serviços como a captura de transações em estabelecimentos comerciais, processamento, liquidação financeira e antecipação de recebíveis para estes estabelecimentos. A empresa era controlada por um grupo de bancos (Itaú, Unibanco e Citibank) e veio a mercado através de um IPO em julho de 2007. Atualmente seu principal acionista é o Itaú. Seu maior concorrente é a Cielo (antes chamada de Visanet), controlada pelos bancos Bradesco e Banco do Brasil, cujo IPO aconteceu em junho de 2009.

Este mercado tem passado por transformações importantes desde que foram implementadas mudanças na legislação para promover maior competição entre as empresas do setor. Se antes cartões da bandeira Mastercard podiam ser processados apenas pela Redecard, e cartões da bandeira Visa apenas pela Cielo, hoje qualquer empresa pode processar qualquer bandeira livremente.

Montamos uma posição *core* em Redecard a partir do momento em que acreditamos que a queda de preços do ativo já refletia em grande parte a visão de “consenso de mercado”. Apresentamos uma análise

sobre Redecard na seção “Investimentos”.

Por outro lado, uma ressalva fundamental: se o acionista controlador de Redecard não fosse o Itaú, a posição máxima que teríamos em carteira seria, muito provavelmente, menos da metade da atual. Se é que o investimento seria realizado...

Nosso processo de pesquisa conduzido ao longo de vários meses nos leva a crer que não só há de fato um potencial conflito de interesses entre as operações do banco e as da empresa de captura, como as sinergias entre este negócio e o pujante segmento de “pequenas e médias empresas” (SME) dos bancos (especialmente no Itaú, que cresce a taxas de 30% ao ano e já representa parcela relevante dos resultados), ainda estão sendo entendidas e exploradas. Nossa percepção de que o Itaú deve agir de maneira justa com todos os minoritários dado que não faz sentido enxergar hoje o *business* de captura como *stand-alone* - é preciso entendê-lo dentro do contexto das estratégias de SME e de cartões de crédito do Itaú - é um dos pilares menos óbvios do nosso *case*, pelo “peso” que atribuímos ao risco hipotético de canalização de valor para o negócio onde o controlador tem maior interesse econômico. O outro pilar é bem mais senso comum: a racionalidade de competição do setor bancário tende a ser transferida ao longo do tempo ao segmento de captura, embora a rentabilidade dos dois grandes *players* não deva se manter nem de longe nos patamares monopolistas pré-abertura de mercado.

Com os preços relativamente estabilizados em patamares mais baixos, esse negócio é um *business* de escala e inteligência (*revenue management*) que tende a se beneficiar do movimento secular de “bancarização”, formalização da economia, aumentos de crédito e renda, migração de *cash* para débito e do resíduo de cheque para cartões de crédito, aumento de frequência de compra e finalmente aumento de *ticket* médio. Visto por outro ângulo, é um investimento no segmento altamente rentável de crédito e serviços para pequenas e médias empresas.

Claro que vai haver espaço para competição, novos entrantes, *players* de nicho (de “joias” a planos de saúde e postos de gasolina). Alguns desses nichos e potenciais segmentações podem ser aproveitados pelos próprios incumbentes, que estão procurando não apenas investir em sua força de vendas direta e indireta, mas em entender melhor seus clientes (cortar custos e aumentar receita) e encorpar seu *portfolio* de ofertas de serviço (por vertical e/ou “ponto de contato”), desinvestindo e deixando de focar onde não faz sentido.

Um aspecto que não é muito considerado é o quanto a gestão Citibank/Itaú, a impossibilidade de capturar VISA e a “inércia monopolista”, com seus ônus estratégicos, culturais e operacionais, marcaram e prejudicaram a gestão da Redecard por um bom tempo.

Ou seja, é claro que em um primeiro momento a questão relevante é a abertura de mercado, o aumento da competição e a percepção de risco regulatório, que de fato geram incertezas e dúvidas. Mas há vários fatores de arrasto que estão sendo removidos ou remediados (como evidenciado na recente outorga de opções para o *management* de Redecard) e podem ser catalisadores positivos dos *drivers* de valor do negócio ou mesmo vetores de crescimento importantes uma vez que o mercado se “estabilize”.

Aliás, vale frisar que melhoria de eficiência operacional é algo que está em pauta não apenas para Redecard e Cielo, mas para Itaú e Bradesco. Negócios fora de série, de alta rentabilidade e crescimento consistente, via de regra mascaram ineficiências operacionais substanciais. Há gordura a ser queimada e, nos casos em questão, começamos a enxergar evidências de que há uma mudança de paradigma em curso, sendo executada de forma bem gradual, mas decisiva.

Por fim, um outro ponto relevante quando comparamos Redecard/Itaú e Cielo: Cielo tem de fato maior capilaridade e vocação para extrair valor da vasta rede de agências e correspondentes que

conseguiu amearhar. Não apenas pela força bruta de Bradesco e Banco do Brasil, seus sócios, como pela sua agilidade, eficiência e foco em firmar parcerias com outras redes bancárias e entidades. Por outro lado, vale ressaltar, tanto na Redecard quanto no Itaú, que o *expertise* do Unibanco de se relacionar com o varejo e explorar canais alternativos fora da agência (já que não tinha o mesmo porte) é uma “tecnologia” que, aos poucos, vem sendo transferida (ou melhor, adaptada e redesenhada) e deve contribuir tanto em receita quanto em produtividade. Embora nem mesmo o Unibanco estivesse no estado da arte tendo em vista o depoimento de alguns de seus parceiros em nossa pesquisa, a diferença de “cultura” e enfoque operacional é relevante.

A variação no preço de mercado dos investimentos do IP-Value Hedge foi de 2,85% no 1º trimestre de 2011. Desde o início da gestão do Fundo pela IP, em 2006, o mesmo acumula rentabilidade de 117,3% (165% do CDI), sempre líquida de todos os custos.

O Fundo encerrou o trimestre com posições compradas equivalentes a 58,3% do seu patrimônio líquido, enquanto as posições vendidas representavam 25,3%. Operações de arbitragem adicionavam 14,0% para as posições compradas e 14,0% para posições vendidas. Além disso, possuíamos 3,7% de exposição em outras operações para proteção da carteira. A exposição líquida em ações do IP-Value Hedge aumentou para 32,9%. A exposição bruta fechou o trimestre em 115,3% do patrimônio líquido.

Apesar dos principais números acima corretamente indicarem que, no agregado, não houve mudanças significativas na exposição geral do Fundo em relação ao último trimestre, é importante notar que felizmente tivemos a oportunidade de implementar algumas mudanças interessantes na composição dos nossos investimentos.

Aumentamos significativamente os investimentos nos principais bancos brasileiros: Itaúsa (maior investimento) e Bradesco (ações ordinárias). As ações dessas empresas não nos pareciam estar acompanhando seus excelentes resultados e ótimas perspectivas. As razões pareciam ser as mais variadas, dentre elas: (i) incerteza quanto às futuras regras de Basileia 3 e (ii) medo do impacto na rentabilidade dos bancos das chamadas “medidas macroprudenciais” (novo *buzzword* que mais tem criado oportunidades do que transmitido algum significado).

O crescente peso de investidores estrangeiros no mercado acionário brasileiro, por sua vez, parece amplificar ainda mais as preocupações acima. Apesar de vermos muitos exemplos de fundos estrangeiros

que fazem um trabalho diligente em seus estudos de empresas brasileiras, vemos que uma parcela grande desses fundos alocam recursos de maneira “top-down” - investem “em Brasil”, setorialmente ou mesmo em ações que tenham *momentum*. É uma maneira de se investir: em investimentos não existe “certo” ou “errado”. Do nosso ponto de vista, porém, essa forma de investir utiliza conceitos que, por vezes, colocam um peso enorme nas questões acima e pouco peso em questões específicas – como as benesses do modelo de negócio dos grandes bancos no Brasil.

O modelo de negócios de muitos bancos americanos se caracterizou, especialmente na última década, pela crescente utilização de alta alavancagem, *spreads* mínimos em suas operações bancárias, grande relevância dos ganhos com operações de tesouraria nos resultados, a falta de *funding* próprio (depósitos à vista) em diversos casos etc. O modelo dos grandes bancos brasileiros é caracterizado pela grande variedade de fontes de receitas: abundância de depósitos à vista, *float* de contas correntes, tarifas para os mais variados serviços/produtos (*fee business*), empréstimos a pessoas físicas e jurídicas com *spreads* lucrativos, financiamentos de automóveis, gestão de recursos de terceiros, o negócio de cartões de crédito (emissão e captura), operações de seguros, previdência, capitalização etc. Além disso, a consolidação e as frequentes crises resultaram na sobrevivência de poucos grandes bancos privados (racionais e rentáveis) e em um sistema financeiro bastante sólido.

A rede de relacionamentos criada por estes bancos é outra constante fonte de geração de valor. Os negócios de cartões de crédito, seja pelo lado da emissão ou da captura, são ótimos exemplos. A criação da Redecard e Cielo foi possível, entre outras razões, pelo fato de os bancos brasileiros terem a capacidade e alinhamento de interesses para

difundir pelo lado emissor as principais bandeiras ao mesmo tempo em que o lado da captura se expandia, o que só reforçava o ciclo virtuoso desse “mercado de dois lados”. Se antes esses negócios não existiam ou eram insignificantes, hoje negociam em bolsa e valem somados mais de R\$ 30 bilhões.

Em relação ao aumento das necessidades de capital próprio em suas operações, Itaú e Bradesco já começaram a se preparar para tal cenário e, de qualquer forma, não achamos razoável que este processo de adequação ocorra de forma abrupta, sendo provável que se dê ao longo de alguns anos. As recentes medidas impostas pelo governo (como o aumento do compulsório) têm como objetivo conter o crescimento na concessão de crédito pelo sistema bancário, o que se por um lado tem um efeito negativo de volume, por outro deverá ter o efeito de encarecê-lo.

Tanto em termos relativos quanto absolutos ficamos satisfeitos em aumentar nossos investimentos nestas excelentes empresas ao longo do trimestre e a preços que refletiam *valuations* bastante atraentes. Mesmo no cenário em que houvesse uma ligeira queda na rentabilidade de ambos os negócios, estimamos que pagamos algo em torno de 9 a 10 vezes o lucro de 2011, sendo muito provável que este seja seguido de lucros crescentes no futuro. No caso do Itaú, além do enorme conforto em relação ao alinhamento de interesses com os controladores e à governança, ficamos ainda mais felizes ao testemunhar recentemente o engajamento explícito da administração e do controlador com a melhora das operações. O banco, que havia colocado um enorme foco na integração de suas operações com as do Unibanco nos últimos anos, agora volta as atenções para extrair mais eficiência da operação já integrada – mais uma fonte de geração de valor para seus acionistas.

Outro movimento importante realizado neste trimestre foi um aumento relevante de nosso investimento em Redecard – que comentaremos em detalhes na seção Investimentos. Novas posições

de tamanhos médios foram montadas em Lojas Americanas (ações ordinárias), Multiplan e JHSF.

Os recursos para as compras relatadas até o momento vieram da redução ou venda de alguns investimentos, como Totvs e Cemig. No caso de Totvs, posição que foi reduzida, relutamos muito em vender novas ações, mas como encontrávamos maiores discrepâncias entre preço e valor em outros excelentes ativos, acabamos realocando recursos. Totvs é uma empresa extremamente diferenciada, excepcionalmente bem posicionada e que continuamos acompanhando de perto. Temos enorme admiração não apenas pelo negócio, mas também pelas pessoas envolvidas na operação. Já no caso de Cemig, que não era um investimento *core* e que fazia parte de uma “cesta” de *utilities*, a venda foi motivada por acreditarmos que a posição cumpriu seu dever. Com pouco risco de *downside* relevante nos preços em que compramos nossa posição, a ação performou bem em termos relativos e no absoluto, evitando perdas que teríamos com uma correção normal que várias posições antigas tiveram após um fantástico ano de 2010. Se considerarmos os dividendos e ajustarmos para as novas ações recebidas por conta da bonificação (de aproximadamente 10%), tivemos uma valorização total de aproximadamente 29% em cerca de um ano e meio com nossa exposição líquida em ações ordinárias. Isso nos permitiu realocar o capital gerado pela venda em oportunidades mais interessantes.

Nos investimentos *offshore* (AB-InBev, Johnson & Johnson e Microsoft) os *cases* continuam intactos. Ou melhor, os *cases* ficam mais atrativos com o passar do tempo à medida que os negócios continuam se desenvolvendo, gerando caixa e os preços não se movem.

Entre as posições vendidas não houve mudanças relevantes. As mudanças se limitaram basicamente aos pesos dados entre as diversas posições em função da nossa percepção de atratividade entre elas e das oscilações dos preços destes ativos.

Por último, uma tirada que ouvimos recentemente de um executivo de uma empresa que há muito

tempo acompanhamos: *"2010 foi um ano em que todos os pães caíram com a manteiga virada para cima!"*. Certamente esperamos e torcemos para que nossas empresas continuem em um caminho de prosperidade e alta rentabilidade. Mesmo com as medidas recentes do governo no sentido de diminuir o ritmo de crescimento, parece provável que 2011 seja beneficiado pela inércia da economia. Seja como for, continuamos modificando nossos investimentos - sempre atentos aos anos de pães virados para baixo...

A oscilação nos preços de mercado das posições do IP-Global no 1º trimestre de 2011 resultou numa variação na cota de -3,1%. Desde o início da gestão do *portfolio* Global pela Investidor Profissional em 2001, a rentabilidade acumulada do IP-Global Offshore¹ foi de 79,9% contra 31,4% do S&P500 *total return*² e 72,0% do índice dos títulos do tesouro americano de 10 anos.

Alguns meses atrás era o vulcão, depois vieram o vazamento do poço de petróleo e o Wikileaks. No início do ano passamos aos manifestantes muçulmanos, subitamente abandonados em função do terremoto e suas consequências no Japão. Um exercício interessante (e longo) é tentar colocar estes quatro eventos em perspectiva. Qual sua importância relativa em termos das “condições de contorno” para o cenário de investimentos de longo prazo? São relevantes o suficiente para justificar atenção, como foram, por exemplo, a invenção da televisão, a dobradinha Thatcher e Reagan, as mudanças na China, a Internet, sem falar nas Grandes Guerras?

O fato é que os eventos do passado foram superados e no geral as economias cresceram. Nossas colocações seriam as seguintes:

- a. Nem todos sobreviveram e prosperaram. O *outcome* depende de onde se estava e como se reagiu aos eventos.
- b. Se assumirmos que um dia virá um evento que não seja superável, nada há a fazer de qualquer forma...

Nossa conclusão mais prática é a confirmação de que, a partir de um certo ponto em termos de volume de recursos e dados certos critérios de conhecimento e preços, a antiga máxima de diversificação de riscos

deve ser lembrada. As perguntas que se seguem naturalmente são quais “dimensões” (geopolítica, indústrias, modelos de negócio, contrapartes...) considerar, como medir e como implementar.

As respostas são, como quase sempre, imprecisas, dado que as exposições em cada momento são difíceis de precisar³, têm evoluções relativamente impossíveis de se prever⁴ e têm seus valores desejáveis dinâmicos.

Resumindo, é um jogo multidimensional com várias imprecisões no qual é fácil perder-se, principalmente quando se somam algumas pitadas de emoção. Ao longo das décadas, o que nos parece funcionar é seguir a linha proposta por Einstein: “tudo deve ser simplificado ao máximo, mas não mais”. Sempre nos ajudou ter claros alguns objetivos fundamentais (“para chegar em primeiro, primeiro é preciso chegar”) e certas condições de contorno (“não sei o que não sei”, “as pessoas sobreenfatizam o curto prazo”, “existem negócios com vantagens competitivas”, “incentivos pessoais são poderosíssimos”).

PORTFOLIO

Baixando mais a bola, o anúncio de Obama no final de janeiro de que Jeff Immelt, CEO da GE, assumiria a posição de *Chairman of the Economic Advisors Group* na vaga deixada por Paul Volcker foi um ponto positivo relevante do trimestre que marcou claramente uma mudança da posição populista anti-*business* que vinha caracterizando a presidência dos EUA.

Além de ter sido mais um forte endosso da GE, a quem o governo americano ajudou de forma decisiva (e, ressalte-se, não questionada) durante a crise de 2008,

¹ Fundo no qual concentram-se as aplicações do IP-Global local.

² Inclui o reinvestimento dos dividendos.

³ i.e.: “Qual a exposição a cada moeda em cada empresa global?”

⁴ i.e.: “Uma nova aquisição ou venda de ativos pode alterar significativamente o mix”.

ela é ainda mais relevante pelas mudanças ocorridas na própria GE. Desde a crise, a empresa reduziu drasticamente suas operações financeiras através do braço GE Capital, além de vender recentemente o “braço de mídia” NBC para a Comcast, focando-se cada vez mais em suas linhas industriais e de serviços. Um *poster* do que se imagina ser a receita ideal para os EUA como um todo: menos foco na “ciranda financeira” e mais foco em “*real businesses*”.

De nossa parte, desde a crise vimos aumentando a posição na empresa, sendo que no início do ano tínhamos inclusive aumentado o *exposure* através de LEAPS (*calls* longas negociadas em mercado). Por mais complexa que seja a GE, e apesar de alguns claros problemas, os sinais de apoio do governo dos EUA desde o começo foram muito fortes e a lógica por trás de tais esforços sempre nos pareceu clara. A empresa é grande empregadora, bem vista em geral e muito bem administrada, com uma cultura que sempre nos pareceu especialmente boa e forte. Além disso, é bastante comum estudarmos um setor que nos pareça especialmente atraente e encontrar a GE em posição de destaque, frequentemente de liderança.

Microsoft e, numa escala menor, Cisco e Google continuam a ser posições relevantes do IP-Global. Em linhas gerais, os casos de investimento permanecem inalterados.

No caso de Microsoft, a principal evolução foi a continuidade da trajetória de sucesso do Kinect, que tornou-se o produto eletrônico de consumo com a curva de venda mais acelerada da história, já tendo ultrapassado a marca de 10 milhões de unidades vendidas em poucos meses.

Cisco reportou resultados em linha, mas aparentemente o mercado vem colocando mais ênfase na evolução negativa no segmento de *switches* (esta sim um fato). A questão é o quanto as outras iniciativas da empresa vão compensar a inevitável redução de rentabilidade deste segmento de mercado e o quanto o preço das ações já desconta esta questão. Nos níveis atuais, em torno de 18,00 dólares por ação, o valor de mercado é da ordem de US\$ 100

bilhões, com aproximadamente US\$ 25 bilhões de caixa líquido (US\$ 40 bilhões total), resultando num *enterprise value* de aproximadamente US\$ 75 bilhões. Como referência, a empresa apresentou resultados da ordem de US\$ 7 bilhões nos últimos exercícios.

Nos três casos, enquanto aguardamos a evolução, temos sido capazes de gerar alguma rentabilidade adicional através da venda pontual de opções (*calls* e *puts*) quando os movimentos dos preços são mais extremados e as volatilidades implícitas sobem.

O foco do segmento de “tecnologia” continua sendo em empresas como Facebook, *group buying* e empresas mais fortemente associadas ao conceito de *cloud computing*, onde aquelas que são listadas vêm sendo negociadas a preços que julgamos exageradamente elevados. Parece-nos uma daquelas situações onde vale lembrar a máxima de que a curto prazo os mercados funcionam como uma urna de votação, mas a longo prazo assemelham-se a uma balança.

EMPRESAS DE BENS DE CONSUMO

Tradicionalmente temos tido exposição a empresas do setor, em maior ou menor grau, dependendo dos preços absolutos e relativos, especialmente AB-InBev e Nestlé. Ao longo dos últimos meses temos aumentado gradativamente a exposição do IP-Global ao setor, ampliando inclusive o espectro de empresas.

O segmento tem vários casos de empresas com exposição global e posição de liderança em grandes mercados calcada em vantagens competitivas sustentáveis. Mas estes não são dados novos. Uma série de fatores vem contribuindo para o aumento de exposição, desde o gradual aumento de nosso conhecimento de empresas do setor até mudanças potencialmente relevantes em algumas delas e fatores conjunturais de mercado.

Começando pelos fatores de mercado, acreditamos que a percepção negativa dos investidores em relação ao segmento em função do aumento de preços das commodities, matéria-prima do setor, é uma oportunidade. A possibilidade de impacto negativo de curto prazo é clara, mas o impacto verificado nos preços das ações nos parece exagerado.

UNILEVER

Uma recente adição ao *portfolio* e uma das gigantes do setor, com faturamento global de aproximadamente EUR 40 bilhões. Ao longo de boa parte da última década a empresa foi administrada burocraticamente, perdendo *market share* e aparentemente subinvestindo, vivendo às custas de um formidável *portfolio* de marcas, separadas em duas grandes divisões: comida e HPC (*Home and Personal Care*). Várias são bem conhecidas no nosso dia a dia, como Omo, Dove, Lipton, Axe, Hellmans e BeceL.

Outra virtude da empresa é o fato de pouco mais de 53% de suas vendas provirem de mercados emergentes, de países como Brasil, Índia e Indonésia (que respondem por mais de 80% do crescimento das receitas).

Até o fim da década de 90, a Unilever era “queridinha” entre seus pares no setor de bens de consumo por dois motivos básicos: maior exposição a mercados emergentes do que a média (herança do foco em Índia e Brasil há muitas décadas), e mix de produtos mais inclinado para bens de higiene pessoal e casa (HPC), que possuem margens melhores do que os produtos alimentícios. Nessa época, as grandes fusões no setor viraram moda (Nabisco/Ralston Purina etc), e o fraco *board* da Unilever, cedendo às pressões do mercado por uma grande aquisição, aprovou o que veio a ser o maior erro estratégico da história da empresa: a compra da Bestfoods por um valor total de US\$ 24 bilhões. Do ponto de vista estratégico, a Bestfoods era a antítese da Unilever: focada em produtos alimentícios em mercados maduros. Além disso o negócio alavancou brutalmente a companhia, que pagou um preço alto, com a justificativa de que as “sinergias” iriam compensar o valor.

Como frequentemente ocorre com grandes aquisições, o plano deu errado. O que se seguiu foi uma série de equívocos na tentativa de consertar o que já se tinha feito, que colaboraram para deprimir a posição competitiva da empresa e impactar negativamente o preço das ações. O *management* prometeu ao mercado recuperar as margens e repagar a dívida assumida. As margens foram artificialmente

infladas por cortes em despesas com publicidade e promoção (ambos vitais para uma empresa de marcas, como a Unilever), investimentos em tecnologia foram cortados, e diversas divisões foram vendidas com o objetivo de gerar caixa para o repagamento da dívida. O resultado: as receitas decresceram 16% de 2000 a 2009. Um ponto interessante: a geração de caixa do negócio da Unilever é tão forte que mesmo nesse cenário a dívida foi paga e EUR 25 bilhões foram retornados aos acionistas no período, sob a forma de dividendos e recompras de ação.

Em 2007, com a entrada de Michael Treschow como presidente do Conselho de Administração, a situação começou a mudar. O fato que começou a nos chamar atenção para a empresa ocorreu em 2008, quando passou a ser liderada por Paul Polman, um executivo vindo da Nestlé, tido como sério candidato a CEO daquela empresa, para onde tinha ido após longa carreira na Procter & Gamble.

Polman implementou grandes mudanças na gestão da Unilever, trouxe gente nova para o *top management* e tornou a empresa mais ágil e menos burocrática, cortando níveis hierárquicos na gestão. O foco da empresa passou a ser claro: crescimento de volumes, vendas e margens. As três variáveis foram prontamente incorporadas aos bônus dos executivos, que também foram obrigados a aumentar o percentual do seu patrimônio em ações da companhia, alinhando ainda mais os interesses. A política de aquisições voltou às origens: HPC e mercados emergentes. Finalmente, depois de uma década, a Unilever estava pronta para retomar sua trajetória.

Desde a entrada de Polman na empresa, as margens vêm subindo consistentemente, desta vez sem o sacrifício das despesas com *marketing*. Prova disso são os ganhos de volume e *market share* que acompanharam as margens. Os investimentos anuais em modernização e expansão de plantas estão nos níveis mais altos em 15 anos. As aquisições de novos negócios priorizaram as geografias emergentes e foram feitas a preços atraentes.

Mas o que nos chama mesmo atenção é o potencial de geração de valor ainda latente, com a contínua melhora da performance operacional. Levado

ao limite, é quase um *case* de “desestatização”. Para dar perspectiva ao que estamos dizendo vale uma comparação: a divisão de HPC auferiu margens operacionais em 2010 de 13%. Os pares da Unilever nesse segmento (P&G, Clorox e Colgate) têm margens operacionais mais próximas de 20%. Isso é só um exemplo das muitas oportunidades existentes, e que somente desde 2009 começaram a ser exploradas de verdade.

Neste momento em que o mercado tem pago pouco pelos excelentes negócios de bens de consumo globais, a Unilever ainda leva um desconto em relação ao grupo, baseado no seu histórico da última década. Entre seus pares é a empresa que possui a maior exposição ao crescimento dos mercados emergentes e as mais claras oportunidades de melhorias na operação, o que gera boas chances de ser a empresa do grupo a apresentar o maior crescimento de lucros nos próximos anos.

É importante deixar claro, no entanto, que ainda está longe de ser uma empresa com as qualidades gerenciais de uma AB-InBev e que portanto, mesmo com o desconto em termos de múltiplos e um *portfolio* de negócios mais “seguro” tanto sob o ponto de vista geográfico quanto de produtos, é uma posição menor do fundo.

RECKITT BENCKISER

Outra novidade recente, a empresa é em certos aspectos o oposto da Unilever. Ao longo da última década foi a “estrela” do setor, agressivamente bem administrada, acumulando ganhos constantes de mercado e forte crescimento no faturamento e nos lucros. O que nos manteve à margem até agora foi a percepção de que suas virtudes eram reconhecidas pelo mercado, resultando num *valuation* favorável.

Recentemente, pela primeira vez a empresa anunciou um resultado trimestral abaixo da expectativa, levando a uma forte queda das ações. A causa principal parece ter sido o malfadado aumento de

custo das matérias-primas, ainda que nos pareça possível que a melhora da Unilever, com a qual a empresa compete em alguns mercados, também tenha dado sua contribuição. A recente saída de seu CFO, um “craque” na comunicação com o mercado, também atrapalhou.

Um ponto favorável na empresa é o alinhamento de seu CEO (há 12 anos), com posição equivalente a GBP 45,1 milhões em ações da empresa. A remuneração de seus principais executivos é bastante agressiva, principalmente para uma empresa europeia, mas os resultados, como veremos a seguir, satisfazem. Também ameniza nossas preocupações a respeito o fato de que a empresa tem um acionista relevante que, pelo que pudemos apurar até o momento (de forma não conclusiva), mantém um “olho de dono” na empresa.

O resultado é claro:

- a. Em termos de retorno para os acionistas, de 2001 a 2010 o valor de mercado da empresa triplicou para GBP 22 bilhões, tendo pago GBP 3,5 bilhões de dividendos e usado GBP 1 bilhão em recompras de ações (líquido de emissões)⁵.
- b. Em termos operacionais, a empresa aumentou seu faturamento de GBP 3,4 bilhões para GBP 8,4 bilhões (aproximadamente 150%) ao mesmo tempo em que aumentou sua margem líquida dos níveis de 10% para 19%.

Apesar destes dados, a combinação de eventos externos e internos levou as ações da empresa para o nível de 12 - 13 vezes o lucro estimado para 2012.

Tanto Unilever quando Reckitt ainda representam posições pequenas no *portfolio*. Com sorte, ao longo do tempo, surgirão oportunidades de aumentá-las. Complementando a estratégia de exposição à indústria, aproveitamos os dias de maior “sensação de crise” (e maior volatilidade implícita), para montar uma pequena exposição através de opções de P&G, o “600 pound gorilla” da indústria. Mantivemos nossas posições em Nestlé, Johnson & Johnson e AB-InBev.

⁵ A redução no número total de ações em circulação foi de apenas 2% em função dos agressivos planos de participação acionária.

BERKSHIRE HATHAWAY

Depois de ter iniciado este relatório com divagações macro-existenciais, nada melhor que terminar com o que, sob certos aspectos, é um ótimo contra-exemplo. Os resultados das ações práticas tomadas nas últimas crises continuam aparecendo. Um destaque especial vai para a grande aquisição da Burlington Northern, vista com ceticismo por muitos. Aqui também temos um contra-exemplo: enquanto em linhas gerais as grandes aquisições destroem valor, o bom velhinho mais uma vez tirou um coelho da cartola.

O relatório anual da Berkshire, com a tradicional carta de Buffett, foi divulgado recentemente e está disponível no site da empresa. Mais que qualquer coisa que possamos escrever aqui, recomendamos sua leitura⁶.

Para não deixar de comentar sobre a saída abrupta de David Sokol, até então o candidato mais provável à sucessão da “parcela” CEO das funções de Buffett, referimos o leitor ao nosso *post*⁷ sobre o assunto no Buysiders, o blog da IP.

⁶ <http://www.berkshirehathaway.com/2010ar/linksannual10.html>

⁷ “Dave Sokol deixa a Berkshire” - <http://www.buysiders.com.br/2011/04/02/dave-sokol-deixa-a-berkshire/>

REDECARD

No Relatório do 1º Trimestre de 2010 descrevemos as principais razões pelas quais começávamos a ficar bastante interessados no caso de investimento de Redecard. O caso então descrito continua válido até os dias de hoje e tomaremos esta oportunidade para explicar onde focamos nossos estudos e as razões pelas quais acreditávamos que estávamos possivelmente diante de uma atraente oportunidade de investimento.

Víamos desde aquela época que o mercado continuava bastante focado em algumas questões como: (i) a provável queda das taxas cobradas (*MDRs - merchant discount rate*) pelas empresas do setor, resultado de (ii) uma possível competição desenfreada que poderia ocorrer no futuro entre os incumbentes (Cielo e Redecard) além dos novos *players* (como Santander), (iii) a abertura do mercado para novos concorrentes, (iv) o foco na comparação entre *MDRs* praticados em outros mercados versus o mercado doméstico e (v) a possibilidade de uma regulação rígida. O sentimento de curto prazo do mercado era claramente bastante negativo. Relatórios de bancos e corretoras ampliavam o medo geral, deprimindo ainda mais os preços das ações, o que “validava” tais relatórios, alimentando assim o ciclo negativo.

Mesmo sabendo que algumas destas preocupações iriam se materializar, pelas razões descritas no Relatório do 1º Trimestre de 2010, fizemos um investimento inicialmente pequeno em Redecard, ao mesmo tempo que ganhávamos convicção em questões-chave através de nossos estudos, nos preparando assim para um possível aumento do nosso investimento caso o mercado nos desse a oportunidade.

Em relação a uma possível briga entre os incumbentes rumo ao fundo do poço, tínhamos um conforto razoável de que, por mais que fosse inevitável a competição entre estes quando houvesse o fim da exclusividade com as bandeiras, seria uma competição

racional. A entrada do Santander como competidor direto, visto como negativo pelo mercado, foi algo que rapidamente consideramos um *outcome* positivo – novos competidores na indústria era algo inevitável e, dentre os possíveis competidores, talvez o Santander (que já compete racionalmente no setor bancário) fosse mesmo a melhor opção. Com esse pano de fundo, elegemos então duas “frentes de ataque” para nossos estudos: (i) risco regulatório/político e (ii) grau de facilidade para que novos entrantes se estabelecessem.

Para ter perspectiva das mudanças que se avizinhavam, mantivemos ao longo dos últimos três semestres conversas muito esclarecedoras com pessoas que enxergavam estas questões sob os mais diversos ângulos: diferentes empresas que prestam consultoria para o negócio de captura, emissão, *private label* e/ou pequenas bandeiras, diversos dos possíveis novos entrantes alardeados nos relatórios e notícias dos jornais, ex-executivos da Redecard e Cielo, empresas de telecomunicações, empresas que atuam no reparo das “maquininhas” (*POS - points of sale*), associações de lojistas, ABECS (Associação Brasileira de Cartões de Crédito e Serviços), varejistas grandes e pequenos (com capital aberto e fechado), além é claro do contato próximo com as empresas do setor. Foi um processo exaustivo, porém extremamente rico, e que nos permitiu reflexões e análises mais aprofundadas dos possíveis cenários futuros da indústria.

Em relação ao risco regulatório, passamos a ter uma visão menos negativa, considerando que BC e governo se mostravam mais abertos para uma solução de mercado. Após amplo estudo sobre a indústria de cartões no Brasil pelo BC/SEAE/SDE, Redecard e Cielo aceitaram todas as propostas para a abertura do mercado, criando inclusive um código de ética e autorregulação para formalizar tais compromissos. Com a abertura futura do mercado e a pressão exercida pelo BC e pela sociedade como um todo, concluímos que seria impensável que os *MDRs* não caíssem. Aliás,

seria irracional e inclusive uma afronta caso, passados digamos dois anos, os *MDRs* se mantivessem nos mesmos patamares. Para um negócio onde há ganhos de escala expressivos, bastava dividir parte desses ganhos com a sociedade. A questão passava a ser se o crescimento de volumes em algum momento mais do que compensaria quedas futuras nas taxas – o que acreditamos que muito provavelmente será o caso.

Um exercício simplista (que não leva em conta ganhos de *market-share* etc.) é olhar para a queda dos *MDRs* líquidos de Redecard nos últimos dois trimestres, comparados com o mesmo período do ano passado, e ver qual foi o impacto líquido nos resultados. Mesmo carregando ainda gastos decorrentes da abertura do mercado, o lucro no terceiro trimestre caiu apenas cerca de 3% frente a uma queda nos *MDRs* líquidos de crédito de 1,46% para 1,33% (aproximadamente 9%). No quarto trimestre, mesmo com um “tombão” na taxa líquida de 1,44% para 1,18% (aproximadamente 18%), o lucro caiu apenas 13%. Com um mercado que crescerá o número de transações na faixa de 15% - 20% ao ano ao longo dos próximos anos, nos parece que há espaço para ambas empresas serem ainda altamente lucrativas e lojistas, consumidores e sociedade, todos saírem ganhando.

Em relação ao risco de novos entrantes, também tivemos bons sinais. Apesar de acharmos que certamente veremos outros competidores a médio/longo prazo, temos dúvidas quanto à rentabilidade e à relevância dessas novas operações.

Uma nova operação terá necessariamente que inspirar confiança nos lojistas. Será necessária uma marca forte (o que custa caro em alguns casos), que inspire credibilidade e ofereça descontos relevantes para que o lojista se arrisque a possivelmente perder vendas - caso o sistema caia - e então decida se dar o trabalho de trocar o *POS*. Será que com uma escala menor e com descontos relevantes nos *MDRs*, tal operação será rentável? Outro ponto é que obviamente os *POSs* podem ser subsidiados para que trabalhem em paralelo aos dos incumbentes, mas isso também custa dinheiro...

A distribuição dos bancos controladores (Itaú em Redecard, Bradesco e BB em Cielo), com milhares de agências espalhadas por todo o país, é outro

aspecto difícil de se replicar, especialmente quando se almeja uma operação de grande escala como a dos incumbentes. Operações de nicho podem ser criadas, supondo que o problema da infraestrutura/*back-office* seja endereçado, porém não serão grandes o suficiente para empurrar o setor para níveis de rentabilidade que não permitam um crescimento saudável da indústria de meios de pagamento no país. Essa capilaridade é ainda mais importante quando se considera que uma parte significativa da rentabilidade do negócio está no acesso a clientes pequenos/médios.

Outro ponto relevante são os ganhos de escala e poder de barganha que operações como Redecard e Cielo já obtiveram: custos com empresas de telecomunicações, empresas de *call centers*, fornecedores e empresas de reparo de *POS*, além é claro de toda parte de TI e *back-office*.

Para que uma solução alternativa prospere será também necessário oferecer a opção de pré-pagamento (adiantamento de “recebíveis” para lojistas) – o que requer bastante capital quando falamos de operações de larga escala. Sem dúvida não é uma barreira intransponível, mas é mais uma das dificuldades em uma lista longa.

A própria queda nos *MDRs* já tem tornado a “conta” do eventual entrante mais difícil, o que só tende a piorar no futuro com novas quedas, provavelmente em menor magnitude. Os novos entrantes enfrentarão pesos pesados – não nos parece uma boa “briga”, particularmente no Brasil. Serão necessários investimentos relevantes e muito fôlego para suportar resultados negativos por algum tempo. O ponto é que as dificuldades para se montar uma operação alternativa são muitas.

Dito isso, não descartamos a entrada de um novo competidor em nossas análises – o mercado está aberto e como tal abre espaço para novos concorrentes. Além disso, mapeamos alguns riscos de médio/longo prazo que não são desprezíveis.

Recentemente aumentamos nosso investimento em Redecard nos aproveitando dos preços baixos. Do nosso lado, seguimos acompanhando a evolução da indústria com empenho e ajustando o tamanho de nosso investimento de acordo.

PRÊMIO INVESTIDOR PROFISSIONAL DE ARTE

No fim de março foi lançado pelo Instituto Investidor Profissional a edição 2011 do Prêmio Investidor Profissional de Arte. Em linhas gerais, foram repetidas as regras de 2010. A principal mudança foi o aumento para R\$ 10.000 para cada um dos quatro finalistas que exporão no MAM-RJ, mantido o total de R\$ 100.000 para o vencedor do Júri Oficial, R\$ 20.000 para o Júri Popular e R\$ 10.000 para o vencedor do PIPA Online.

Os membros do Comitê de Indicação, que indicará os artistas participantes para 2011, já estão disponíveis no site www.pipa.org.br. Como em 2010, o Conselho do PIPA preocupou-se em buscar nomes que, além

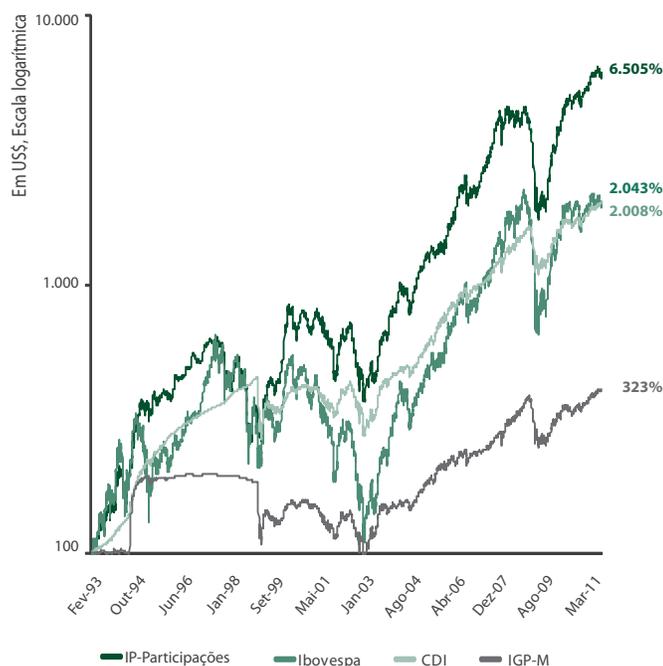
de idôneos e com comprovada *expertise* nas artes visuais, compusessem um elenco com diversidade geográfica e de atividades, abrangendo artistas consagrados, colecionadores, críticos, galeristas e curadores.

Por fim, cabe ressaltar que o site do prêmio foi redesenhado para facilitar a navegação e melhorar sua função de repositório de informações sobre os artistas em termos de CVs, trabalhos e video entrevistas.

Os artistas selecionados serão divulgados no final de abril, também através do site, assim como os quatro finalistas, em junho.

PERFORMANCE - IP-PARTICIPAÇÕES

PERFORMANCE



Rentabilidade (R\$)	IP-Participações	Ibovespa ⁽¹⁾⁽²⁾	CDI ⁽²⁾	IGP-M
Março 11	3,63%	1,79%	0,92%	0,62%
Fevereiro 11	-0,13%	1,21%	0,84%	1,00%
Janeiro 11	-4,17%	-3,94%	0,86%	0,79%
Dezembro 10	3,05%	2,36%	0,93%	0,69%
Novembro 10	1,33%	-4,20%	0,81%	1,45%
Outubro 10	4,55%	1,79%	0,81%	1,01%
Setembro 10	2,76%	6,58%	0,84%	1,15%
Agosto 10	0,84%	-3,51%	0,89%	0,77%
Julho 10	3,72%	10,80%	0,86%	0,15%
Junho 10	1,95%	-3,35%	0,79%	0,85%
Mai 10	-1,44%	-6,64%	0,75%	1,19%
Abril 10	0,82%	-4,04%	0,66%	0,77%
2011 (YTD)	-0,81%	-1,04%	2,64%	2,43%
2010	23,03%	1,04%	9,75%	11,32%
2009	87,41%	82,66%	9,88%	-1,72%
2008	-40,61%	-41,25%	12,38%	9,81%
2007	33,72%	43,68%	11,82%	7,75%
2006	40,12%	33,73%	15,03%	3,83%
2005	19,00%	27,06%	19,00%	1,21%
2004	30,00%	17,74%	16,17%	12,41%
2003	60,62%	97,10%	23,25%	8,71%
2002	9,01%	-17,80%	19,11%	25,31%
2001	10,39%	-9,79%	17,29%	10,38%
12 meses	17,93%	-2,54%	10,42%	10,95%
60 meses	116,18%	81,36%	71,97%	36,73%
Desde 26/02/93 em US\$ ⁽³⁾	6505,12%	2043,29%	2008,14%	323,40%
Retorno anualizado em US\$ ⁽³⁾	26,27%	18,60%	18,49%	8,36%

(1) Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, este fundo deixou de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou 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.

(2) Indicadores de mera referência econômica, e não parâmetros objetivos do fundo.

(3) Rentabilidade relativa ao início da gestão em 26/02/1993 / Data do primeiro aporte em 03/07/1990.

Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 208.688 / Média PL últimos 12 meses Master (mil): R\$ 226.797

CARACTERÍSTICAS DA PARCELA EM AÇÕES

	% Parcela em ações
Ativos Internacionais	12%
Ativos que participam do Ibovespa	37%
Small Caps (menor que US\$ 1bi)	16%
Mid Caps (entre US\$ 1bi e US\$ 5bi)	29%
Large Caps (maior que US\$ 5bi)	55%

FUNDO

O IP-Participações é um Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Ações regulamentado pela Instrução nº 409 da CVM. O Fundo investe, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido em cotas do fundo IP-Participações Master FIA. O objetivo do Fundo é proporcionar elevados retornos absolutos no longo prazo, através do investimento em ações de empresas nacionais e internacionais, este último limitado a 10% de seu patrimônio. A estratégia de gestão consiste em selecionar oportunidades de investimento em empresas com sólidos modelos de negócio, qualidade da gestão e governança e atraentes margens de segurança. Em função disso, espera-se que o Fundo apresente pouca correlação com o mercado de ações (Ibovespa). O Fundo destina-se a investidores qualificados.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

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 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 FIC FIA – CNPJ 29.544.764/0001-20

CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
5 Maiores	35%	1,77%
5 Seguintes	21%	1,58%
Outros	23%	0,19%
Caixa	22%	0,09%

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

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

Resgate:

• 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.

Categoria ANBIMA: Ações Livre.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. Tel: (21) 2104 0506/ Fax: (21)2104-0561. www.investidorprofissional.com.br/ faleconosco@invprof.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

CEP20030-905. Tel: (21)3974-4600 / Fax: (21)3974-4501 / www.bnymellon.com.br/sf

Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): Fale conosco no endereço

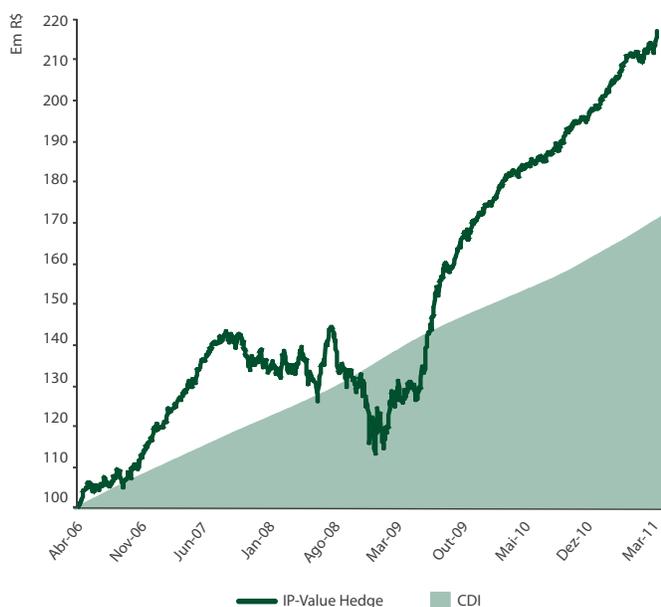
www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone (21)3974-4600

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

Custodiante: Banco Bradesco S.A. Auditor: KPMG

PERFORMANCE - IP-VALUE HEDGE

PERFORMANCE



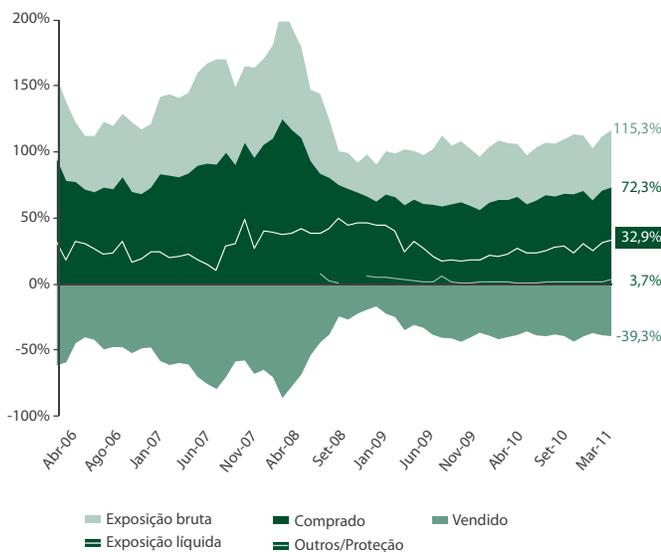
Rentabilidade (R\$)	IP-Value Hedge	CDI	%CDI
Março 11	2,07%	0,92%	225,8%
Fevereiro 11	0,86%	0,84%	102,6%
Janeiro 11	-0,11%	0,86%	-
Dezembro 10	2,58%	0,93%	278,2%
Novembro 10	1,40%	0,81%	173,4%
Outubro 10	2,07%	0,81%	256,9%
Setembro 10	0,74%	0,84%	87,4%
Agosto 10	1,19%	0,89%	134,5%
Julho 10	0,88%	0,86%	102,1%
Junho 10	1,89%	0,79%	238,6%
Mai 10	1,38%	0,75%	184,4%
Abril 10	0,45%	0,66%	67,4%
2011 (YTD)	2,85%	2,64%	107,6%
2010	15,48%	9,75%	158,7%
2009	44,59%	9,88%	451,4%
2008	-5,81%	12,38%	-
2007	12,02%	11,82%	101,7%
2006 ⁽¹⁾	19,92%	9,97%	199,9%
12 meses	16,50%	10,42%	158,3%
24 meses	61,94%	20,30%	305,0%
Desde 13/04/06 ⁽¹⁾	117,28%	71,04%	165,1%

(1) Rentabilidade relativa ao início da gestão em 13/04/2006 / Data do primeiro aporte em 23/10/2003

Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 86.018 / Média PL últimos 12 meses Master (mil): R\$ 136.024

Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, este fundo deixou de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou 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.

EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



ESTATÍSTICAS DE DESEMPENHO

Retorno Médio Mensal		1,35%
Maior Retorno Mensal		12,67%
Menor Retorno Mensal		-6,32%
Meses Positivos	46	77%
Meses Negativos	14	23%
Total	60	100%

EXPOSIÇÃO POR ESTRATÉGIA

Estratégia	# trades	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Arbitragem	7	28,0	24,3%
Direcional Long	27	58,3	50,5%
Direcional Short	19	25,3	22,0%
Outros / Proteção	3	3,72	3,2%
Total	56	115,3	100,0%

CONTRIBUIÇÕES PARA O RESULTADO DO MÊS

Estratégia	%
Arbitragem	-0,17
Direcional	1,87
Caixa	0,36
Outros / Proteção	0,01
Total	2,07

EXPOSIÇÃO POR MARKET CAP*

Capitalização**	# empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Small	2	2,9	2,6%
Middle	18	23,1	20,7%
Large	22	75,4	67,5%
Índices	2	10,2	9,2%
Total	44	111,6	100,0%

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

**Capitalização: Small (menor que US\$1b), Middle (entre US\$1b e US\$5b) e Large (maior que US\$5b).

FUNDO

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

O Fundo investe no mínimo 95% de seu patrimônio líquido em cotas do IP-Value Hedge Master FIA, cuja estratégia de investimento é descrita abaixo.

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.

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).

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 FIC FIA – CNPJ 05.936.530/0001-60

EXPOSIÇÃO POR SETOR*

Setor	# empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Alimento, Bebida e Tabaco	6	13,9	12,4%
Bens duráveis	1	0,8	0,8%
Bancos	4	17,1	15,3%
Energia Elétrica e Saneamento	5	17,7	15,9%
Farmacêutico	1	4,4	4,0%
Imobiliário	7	10,9	9,7%
Índices	2	10,3	9,2%
Materiais Básicos	3	5,0	4,5%
Mídia (Editora)	1	2,3	2,0%
Outros	0	0,0	0,0%
Petróleo	2	4,1	3,7%
Seguros	1	2,2	2,0%
Serviços	1	1,0	0,9%
Serviços Hospitalares	1	3,3	3,0%
Serviços Financeiros	2	5,9	5,3%
Tecnologia	1	3,5	3,1%
Transporte e Logística	2	2,6	2,4%
Varejo	4	6,6	5,9%
Total	44	111,6	100,0%

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

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.
- Taxa de administração máxima de 2,5% aa no caso de investimento em outros fundos.
- Apurada diariamente e paga mensalente.

Taxa de performance:

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

Tributação:

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

Categoria ANBIMA: Ações Livre.

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)3974-450

www.bnymellon.com.br/sf

Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC): Fale conosco no endereço

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-GLOBAL

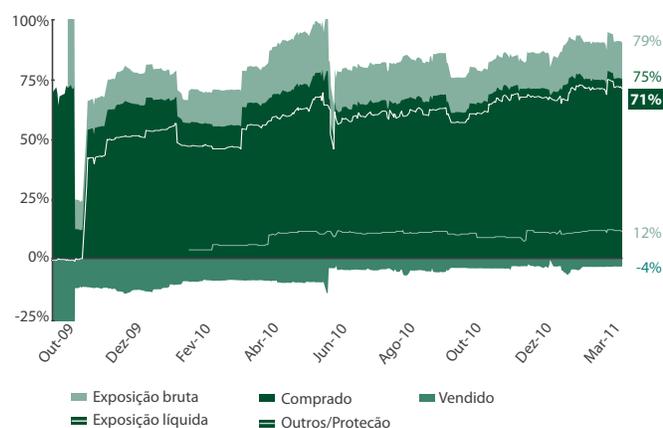
PERFORMANCE



Rentabilidade (R\$)	IP-Global	S&P 500 Total Return ⁽²⁾	10 Yr Treasury ⁽²⁾	IGP-M + 6%
Março 11	-3,52%	-1,92%	-2,12%	1,11%
Fevereiro 11	-0,04%	2,67%	-0,60%	1,46%
Janeiro 11	0,46%	2,81%	0,09%	1,28%
Dezembro 10	1,48%	3,58%	-6,74%	1,23%
Novembro 10	-2,84%	0,88%	-0,95%	1,92%
Outubro 10	3,42%	4,25%	-0,26%	1,48%
Setembro 10	2,64%	5,09%	-3,66%	1,65%
Agosto 10	-1,41%	-4,58%	4,51%	1,28%
Julho 10	-0,20%	4,38%	-2,18%	0,67%
Junho 10	-0,66%	-6,03%	2,62%	1,34%
Maio 10	-3,23%	-3,41%	8,70%	1,68%
Abril 10	-1,51%	-1,30%	-1,09%	1,23%
2011 (YTD)	-3,12%	3,54%	-2,62%	3,91%
2010	3,91%	10,11%	4,11%	17,97%
2009 ⁽¹⁾	1,31%	3,84%	-5,95%	1,36%
12 meses	-5,55%	5,76%	-2,50%	17,60%
Desde 30/09/09 ⁽¹⁾	1,98%	18,38%	-4,65%	24,25%

(1) Rentabilidade relativa ao início da gestão em 30/09/2009 / Data do primeiro aporte em 29/09/2009
 (2) Indicadores de mera referência econômica, e não parâmetros objetivos do fundo. Performance em R\$.
 Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 6.357

EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
5 Maiores	46%	-4,11%
5 Seguintes	25%	0,63%
Outros	12%	0,25%
Caixa	17%	-0,30%
Total	100%	-3,52%

CONCENTRAÇÃO POR ESTRATÉGIA

	% Carteira	Contribuição Mensal
Direcional Long	75%	-3,48%
Direcional Short	-4%	0,04%
Caixa	17%	-0,30%
Outros/ Proteção	12%	0,22%
Total	100%	-3,52%

22

FUNDO

O IP-Global Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento – Crédito Privado – Investimento no Exterior é regulamentado pela Instrução nº 409 da CVM. O Fundo investe, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido em cotas do fundo IP-Global Master FIM. O objetivo do Fundo é proporcionar ganhos de capital através de investimentos em ativos financeiros nacionais e internacionais, podendo aplicar até 100% de seu patrimônio líquido em ativos negociados no exterior. O Fundo destina-se a Investidores qualificados.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Aplicação mínima inicial: R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: Não há.

Saldo mínimo de permanência: R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).

Prazo de carência: Não há.

Horário limite para movimentações: 14:00h

Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag 2856-8 – cc 613.340-1 IP-Global FIC FIM – CNPJ 11.145.210/0001-94

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

Resgate:

- Solicitação do resgate: Até o dia 15 de cada mês.
- Conversão de cotas no resgate: D - 5 do dia do pagamento do resgate.
- Pagamento do resgate: Dia 15 do segundo mês subsequente.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

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 IGP-M + 6% aa. Com marca d'água.
- Apurada diariamente e paga semestralmente.

Tributação:

- IR entre 15% e 22,5% sobre os ganhos nominais, dependendo do tempo de permanência no Fundo e do prazo médio da carteira.
 - Calculado e recolhido nos meses de maio e novembro de cada ano ("come-cotas"), ou no resgate se ocorrer em outra data.
- Classificação ANBIMA:** Multimercado Multiestratégia.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. Tel: (21)2104-0506/ Fax: (21)2104-0561. www.investidorprofissional.com.br/faleconosco@invprof.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 www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone (21)3974-4600.

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

Custodiante: Banco Bradesco S.A. **Auditor:** KPMG

ALEATÓRIAS

"Tudo deve ser simplificado ao máximo, mas não mais." - Albert Einstein, cientista.

"A simplicidade é o resultado final - e não o ponto de partida - de trabalho longo e árduo"

Frederick Maitland, historiador e jurista.

"Consultores de fundos de investimento gostam de exigir definições de estilo de gestão tal como 'long-short', 'macro', 'ações internacionais'. Na Berkshire nosso único 'estilo' é o 'inteligente!'"

Warren Buffett, Relatório Anual de 2010 da Berkshire Hathaway.

"É notável quanta vantagem competitiva de longo prazo pessoas como nós (N.T.: Munger e Buffett) alcançamos por tentarmos ser consistentemente 'não-estúpidos' ao invés de tentarmos ser 'muito inteligentes!'" - Charlie Munger, co-Chairman da Berkshire Hathaway.

"Entender tanto o poder dos retornos compostos quanto a dificuldade de consegui-lo é a chave para se entender muitas coisas." - idem.

"As crenças dividem as pessoas. As dúvidas as unem." - Peter Ustinov, cineasta, escritor e ator.

"Ler fez de Don Quixote um cavaleiro. Acreditar no que leu fez dele um louco."

George Bernard Shaw, crítico e escritor de peças teatrais.



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