

RELATÓRIOS DE GESTÃO

QUARTO TRIMESTRE / 2011



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 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

Comentários Gerais (IP-Participações / IP-Value Hedge)	2
IP-Participações	3
IP-Value Hedge	4
Investimentos	6
Porto Seguro	6
Saraiva	6
Fato Relevante: Acordo de Acionistas Dimed / Panvel	8
IP- Global	10
PIPA - 2011	16
Performance	18
Informe IP-Participações	18
Informe IP-Value Hedge	19
Informe IP-Global	21
Aleatórias	22

COMENTÁRIOS GERAIS

(IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE)

O ano de 2011 foi curioso. Se por um lado ficávamos animados à medida que víamos o mercado brasileiro sofrendo como um todo, por outro ficávamos tristes ao ver que poucas empresas, dentre aquelas que realmente admiramos e podemos fazer investimentos pesados, tiveram quedas expressivas nos preços de suas ações.

Vimos muitas empresas de setores como aviação civil, construção civil, siderurgia, mineração, papel e celulose, entre outros, sofrerem quedas acima de 30%-35%. Isso sem falar em algumas das empresas que abriram o capital há poucos anos cujos negócios são ruins - ou mesmo ainda nem existem -, geram pouco ou nenhum caixa e também sofreram quedas parecidas. Difícil falar sobre o valor de negócios que geram pouquíssimo caixa, às vezes de maneira errática, ou que ainda estão em fase pré-operacional e que não sabemos se passarão mesmo dessa fase. Difícil saber quanto da perda de competitividade de algumas das indústrias citadas acima é temporária ou estrutural – embora possamos afirmar que, seja lá qual a resposta para essa pergunta, não são modelos de negócios com as características que normalmente buscamos.

O ponto é: ao contrário de 2008, quando as quedas foram bruscas e envolveram muitas empresas de excelente qualidade, em 2011 as maiores quedas foram vistas em empresas de qualidade inferior – e em muitos desses casos existe a possibilidade das perdas terem sido de caráter permanente para seus acionistas.

Muitos dos nossos investimentos tiveram valorizações importantes em 2011. Já há algum tempo favorecemos negócios que geram muito caixa e que são bem protegidos de uma maior inflação. Entre nossos principais investimentos, temos Aliansce, Multiplan, Totvs, onde os reajustes ocorrem

contratualmente, ou mesmo Redecard, que sente a inflação diretamente na sua linha de receita. Isso sem falar em Itaúsa, Bradesco, AmBev, Natura, Brasil Foods....

Durante o ano realizamos poucos novos investimentos, direcionando nossos aumentos àquelas empresas onde tínhamos um grau de confiança muito grande de que o valor do negócio não havia diminuído, como as cotações sugeriam, mas sim aumentado – o que só aumentava a distorção entre preço vs. valor.

Historicamente é nesses momentos – e não em momentos de altas desenfreadas – que o IP-Participações e nossos fundos mais abriram vantagem em relação aos principais índices. Como o bom velhinho já se cansou de dizer sobre investimentos: *“Rule number one: don’t lose money. Rule number two: don’t forget rule number one”*¹.

Questão de Ordem!

Nos últimos anos temos sempre esbarrado em questões que deveriam ser simples, mas por incrível que pareça não são.

No passado já produzimos muitos comentários que, apesar de serem adequados também a outros fundos, ficaram restritos à seção de apenas um fundo. Em outras situações, um comentário mais extenso sobre algum investimento acabava por alongar em demasia o relatório do fundo em questão, criando uma dificuldade adicional para os cotistas que apenas queriam uma rápida atualização.

Sendo assim, a partir de agora, comentários mais extensos e/ou que sejam adequados para os fundos IP-Participações, IP-Value Hedge e IP-Global constarão na seção “Investimentos”.

¹ “Regra número um: nunca perca dinheiro. Regra número dois: nunca se esqueça da regra número um.”

A variação no preço de mercado das posições do Fundo IP-Participações no 4º trimestre de 2011 foi de 10,7% em reais, líquida de todos os custos, e 2,8% no ano. Desde o início da gestão pela Investidor Profissional, em 1993, o Fundo acumula valorização de 5.857,8% em dólares (24,4% ao ano), sempre líquida de todos os custos.

Neste trimestre, aumentamos nossos investimentos em Porto Seguro e Natura (comentários mais à frente na seção “Investimentos”), além de termos voltado a figurar – mesmo que de maneira ainda muito comedida – na base de acionistas de nossa velha conhecida Lojas Renner.

Reduzimos por diversas razões, inclusive pelas questões de preço e re-alocação de capital, nossos investimentos em Totvs, Redecard, AmBev ON, Aliansce e Multiplan, sendo que em todas estas empresas continuamos com investimentos de tamanho relevante.

Nossa alocação em ativos globais dentro do Fundo se manteve próxima do limite regulamentar de 10% por meio da compra de cotas do nosso Fundo IP-Global (sem duplicidade de taxas, é claro). Os investimentos globais dentro do IP-Participações apresentaram uma contribuição positiva em 2011 de 1,4%. Conforme discutimos em relatórios recentes, temos a clara visão de que em termos de fundamentos dos seus negócios e dos preços de suas ações este é um excelente momento para investir em empresas que são chamadas de “estrangeiras” por serem listadas nos EUA ou na Europa, mas que possuem uma geração de receitas diversificada globalmente. Os leitores do relatório do IP-Global irão perceber que o Fundo recentemente atingiu seu maior patamar de exposição histórico, chegando próximo do nível de “100% comprado”. Se o limite regulamentar brasileiro para exposição internacional em fundos de ações nos

permitisse ir além dos 10%, provavelmente estaríamos aproveitando ainda mais esta oportunidade. Mais comentários nos próximos relatórios em 2012.

A comparação simplista dos dados de nível de caixa entre o final de 2010 e de 2011, apesar de indicar de forma correta que houve um aumento do nível de exposição do IP-Participações no ano, não conta toda a história sobre o comportamento do Fundo ao longo de 2011. Por um lado, em um ano cujo sentimento geral dos investidores oscilou entre desânimo (1º semestre) e indícios de pânico (2º semestre), nos mantivemos dispostos a tirar proveito das oportunidades trazidas pelo comportamento do mercado e realizamos algumas compras. Em setembro de 2011, o nível de caixa que começou o ano em 25% do patrimônio do Fundo, chegou a 17%, mesmo considerando que, dentre as várias ações que apresentaram perdas expressivas, poucas empresas possuíam os níveis de qualidade e preço que se enquadrassem ao perfil do IP-Participações. Por outro lado, algumas das empresas do nosso portfólio, apesar do péssimo ano para o Ibovespa (-18,1%), apresentaram um excelente desempenho (por exemplo: Redecard: 49,2%, Ambev ON: 30,9% e Brasil Foods: 36,4%), o que nos levou a fazer alguns ajustes vendendo parte de nossas posições. Com isso, o Fundo encerrou 2011 com uma posição em caixa equivalente a 20% do seu patrimônio.

No decorrer do segundo semestre do ano conseguimos avançar significativamente em questões sensíveis para dois investimentos “veteranos”: Saraiva e Panvel. Conforme mencionado, comentários mais extensos ou que sejam adequados para ambos os fundos IP-Participações e IP-Value Hedge constarão na seção “Investimentos” deste relatório.

A variação no preço de mercado dos investimentos do IP-Value Hedge foi de 6,9% no 4º trimestre e 13,6% no ano (117,6% do CDI). Desde o início do Fundo em 2006, o mesmo acumula rentabilidade de 140,1% (162,9% do CDI), sempre líquida de todos os custos.

O Fundo encerrou o trimestre com posições compradas equivalentes a 54,7% do seu patrimônio líquido, enquanto as posições vendidas representavam 17,3%. Operações de arbitragem adicionavam 14,5% para as posições compradas e 14,5% para posições vendidas. Além disso, possuíamos 4,0% de exposição em outras operações para proteção da carteira. A exposição líquida em ações do IP-Value Hedge diminuiu para 37,4%. A exposição bruta fechou o trimestre em 105,1% do patrimônio líquido.

O trimestre não foi de mudanças extremamente relevantes nos nossos principais investimentos, mas sim de diversos ajustes marginais nas posições existentes, em grande parte motivados pela mudança nos preços e consequente atratividade relativa entre elas. Frequentemente fazemos estes pequenos ajustes no tamanho das posições, sempre buscando maximizar a discrepância de valor entre nosso *book* de posições compradas e vendidas. É como se o fundo fosse um delicado Bonsai, que requer uma poda criteriosa, irrigação na medida exata, entre muitos outros cuidados... É claro, porém, que apesar desses “retoques” constantes, não abrimos mão de manter nossos investimentos “core” em tamanhos significativos, à espera dos movimentos de valorização mais relevantes que tanto esperamos.

Aumentamos nossos investimentos em Porto

Seguro e Natura (mais detalhes na seção “investimentos”), além de termos montado uma pequena posição em ações da nossa velha conhecida Lojas Renner.

Reduzimos nossos investimentos em Totvs, Redecard, Aliansce e Multiplan. Foram apenas ajustes de tamanho, de forma que continuamos com investimentos de tamanho relevante em quase todas essas empresas.

Durante o trimestre realizamos aumentos em Microsoft e iniciamos uma posição ainda pequena em Oracle, após uma queda de mais de 25% em suas cotações.

Voltamos a aumentar um pouco nosso investimento em Anheuser Busch-InBev, porém desta vez, vendendo simultaneamente ações de AmBev PN no Brasil. Apesar do avanço das ações da controlada brasileira, as ações de AB-InBev não acompanhavam o movimento, talvez pelo menor interesse do mercado por muitas empresas com negócios em países desenvolvidos e com menores perspectivas de crescimento. Parece que os investidores estrangeiros ainda não dão o devido crédito à turma brasileira no comando da AB-InBev e à sua capacidade de geração de valor. *Dream, People, Culture*¹... Gostamos da operação não só por acreditarmos que os “negócios ex-AmBev” pertencentes à AB-InBev estavam negociando a níveis atrativos, mas também pelo maior alinhamento junto aos controladores destes negócios.

Além dos ajustes em busca de uma composição ótima do *book* de posições vendidas, tivemos a chance nesses últimos meses de zerar posições vendidas com ótimos ganhos em uma empresa

¹ Para os interessados, a palestra de Carlos Brito em Stanford é simplesmente imperdível: <http://www.youtube.com/watch?v=OSnWnqq23JU>

de aviação civil e outra do ramo de educação. Algumas semanas após realizarmos esses movimentos, felizmente, tais ações voltaram a se recuperar e montamos novamente posições vendidas em ambas as empresas – embora em tamanhos menores. Já estávamos com saudade!

Finalmente, como parte do nosso pacote de proteções, que já há algum tempo inclui posições vendidas em *treasuries* com vencimentos longos, montamos há aproximadamente dois meses uma posição vendida em euro e comprada em dólares americanos através de opções (*put spread*) com perda limitada ao prêmio colocado na operação. Se por um lado podemos ter acertado na proteção, por outro infelizmente erramos na “dose” - o tamanho da proteção se mostrou pequeno demais já que, mesmo multiplicando o capital inicial cerca de 2,6x, o impacto no Fundo foi pequeno. Nosso plano era gastar em prêmios nosso “orçamento de proteção” de maneira espaçada e crescente, caso o movimento demorasse a ocorrer, como nos parecia provável. Paciência: mais uma lição aprendida.

Como informamos, comentários mais extensos ou que sejam adequados para ambos os fundos IP-Participações e IP-Value Hedge constarão na seção “Investimentos”.

Comentários mais genéricos adequados aos fundos IP-Participações e IP-Value Hedge constam na seção ‘Comentários Gerais (IP Participações e IP-Value Hedge)’

PORTO SEGURO (IP-PARTICIPAÇÕES E IP-VALUE HEDGE)

Alguns aspectos parecem ter contribuído para a queda de suas ações que chegou a ultrapassar 30% durante o ano passado: (i) competição muito acirrada pressionando os prêmios e margens da indústria, (ii) falta de paciência do mercado com a velocidade com que a empresa explora o canal das agências do Itaú, (iii) baixa rentabilidade da Azul Seguros, entre outros.

A competição acirrada é um dado do problema. Existe, porém, uma vantagem no ramo de seguros de automóveis, ao contrário de muitos outros tipos de seguros, que é o rápido giro das carteiras de clientes, que vencem após um ano. Se alguma empresa estiver sendo agressiva demais em busca de uma maior fatia do mercado, os prejuízos aparecem de uma maneira rápida, o que tende a frear tal agressividade e contribuir para que os preços das apólices voltem para níveis que façam sentido. De qualquer forma, mesmo que a Porto Seguro não tivesse lucro na venda destas apólices (*underwriting*) – o que não tem sido o caso historicamente e definitivamente não é onde a empresa mira – ainda assim o volume de recursos de terceiros que são “carregados” pela empresa (*float*) cresce todo ano, sem grande necessidade de novos investimentos (olhando de uma maneira normalizada), e rende aproximadamente CDI menos impostos para a empresa. O negócio tem os seus defeitos sim, mas possui diversos aspectos positivos – especialmente quando consideramos a evolução da frota de automóveis no país e sua perspectiva.

Quanto à utilização do canal das agências Itaú, é fato que envolve interesses diversos e que portanto merece

um cuidado especial, mas nos parece que a empresa continua buscando uma alternativa satisfatória para ambas as partes envolvidas – e, logicamente, é possível que estejamos hoje mais próximos de uma solução final do que há dois anos atrás quando o negócio com o Itaú foi selado.

Finalmente, em relação à baixa rentabilidade da Azul Seguros, o problema na precificação foi identificado e a empresa já vem trabalhando com novos preços, sendo possível que vejamos melhoras em um futuro próximo.

Resumindo: achávamos que provavelmente estávamos muito próximos ao ponto baixo da curva de um negócio cíclico e aos preços em que realizamos nosso aumento estávamos pagando um preço baixo por um negócio que possui boa rentabilidade, boa governança, boas perspectivas de crescimento e com o benefício de vermos melhorias para as questões acima no futuro.

SARAIVA (IP-PARTICIPAÇÕES E IP-VALUE HEDGE)

Ao longo desses últimos 16 anos em que fomos acionistas da empresa tivemos poucos motivos para reclamar. Impulsionada principalmente pelo excelente negócio da editora a empresa conseguiu entregar retornos elevados, “chova ou faça sol”, durante anos e anos a fio.

De alguns anos para cá a empresa tem, no entanto, alocado boa parte do caixa gerado para a expansão do negócio da livraria (lojas e operação *online*). Essa alocação de capital vem se mostrando cada vez mais questionável à medida que (i) os retornos da operação de varejo se mostram ainda baixos, especialmente se comparados aos da editora e, (ii) a operação *online*, inserida em um mercado bastante competitivo e com margens abaixo do desejável, cresce a altas taxas

consumindo bastante capital principalmente na forma de capital de giro. O resultado é que, com a livraria tendo um peso cada vez maior quando comparada à editora, os retornos consolidados da empresa vêm caindo de alguns anos para cá.

Acreditamos que as operações de varejo físico e de comércio eletrônico são negócios que apresentam características complementares à editora e possuem um valor importante para os acionistas. Isto posto, começamos a nos preocupar um pouco quando, para comportar o crescimento dos negócios de varejo, a empresa passou a utilizar capital de terceiros, além do capital próprio que já era reinvestido nessas operações, aumentando assim seu endividamento líquido.

Chegamos à conclusão de que uma maneira de melhorar a situação de alocação de capital da empresa passaria também por uma revisão do sistema de remuneração dos executivos, com a implementação de métricas que os deixassem mais alinhados com os acionistas do ponto de vista de retornos.

Ao longo dos últimos meses pudemos conversar com profundidade sobre esses assuntos com membros das famílias controladoras e membros do conselho de administração da empresa. Sem a menor pretensão de estarmos certos em nossas colocações, mas com o intuito de ajudar, pudemos expor nossos argumentos e preocupações com enorme transparência – algo que só foi possível devido ao excelente relacionamento, digno de verdadeiros sócios, construído ao longo de tanto tempo.

Pudemos notar uma ótima receptividade aos pontos levantados, até porque em alguns casos já eram motivo de preocupação internamente. Embora ainda seja cedo para tirar maiores conclusões acerca das ações que poderão ser tomadas dentro da empresa, possivelmente teremos repercussões positivas a médio prazo.

A editora continua crescendo de maneira rentável e sólida ao longo dos anos, gerando tamanho volume de caixa que por si só mais do que justifica o valor

de mercado atual de Saraiva. O negócio possui um conteúdo diferenciado no segmento jurídico e didático que sem dúvida atrairia interessados dispostos a assinar gordos cheques – isso é, caso estivesse a venda.

Por conta da redução que implementamos neste investimento ao longo de 2010 e pela queda recente nas cotações da empresa, Saraiva é hoje um investimento menor do que costumava ser. Continuamos acompanhando a empresa com o mesmo carinho de sempre, cientes das ameaças e oportunidades de seus diferentes negócios e atentos para que eventualmente possamos novamente aumentar nosso investimento.

FATO RELEVANTE

ACORDO DE ACIONISTAS DE DIMED / PANVEL

DIMED / PANVEL (IP-PARTICIPAÇÕES)

Fizemos nosso investimento inicial em Panvel há pouco mais de 10 anos a cerca de R\$5 / ação ordinária e R\$4 / ação preferencial (comparados aos R\$110 e R\$96 atuais, respectivamente), já ajustados para os dividendos recebidos desde então. Um investimento que era pequeno aos poucos cresceu seu peso na carteira do fundo, fruto principalmente da valorização das ações, o que por sua vez foi consequência dos bons resultados que a empresa obteve ao longo dos anos.

Após tanto tempo como acionistas da empresa, com um percentual relevante do capital total (cerca de 15%), e sendo um investimento que se tornava mais e mais relevante para nossos fundos, naturalmente começamos a nos aproximar mais das famílias controladoras, especialmente nos últimos dois anos. Achávamos que poderíamos agregar em algumas questões, como alocação de capital, melhor uso do mercado de capitais como alternativa para o financiamento de seu crescimento, relacionamento com os investidores, ou mesmo indicando pessoas que conhecíamos e que pudessem contribuir para melhorias na operação – e claro, esperando que tudo isso pudesse contribuir para uma valorização ainda maior da empresa.

À medida que o relacionamento evoluiu, foi amadurecendo uma ideia que muito nos agradava: formalizarmos nossa parceria via um acordo de acionistas. Com a consolidação recente que o setor vem passando, isso passou a ser uma necessidade ainda maior. Costurar um acordo que envolvia uma quantidade grande de pessoas físicas (três famílias que na prática controlavam a empresa) e fundos abertos - que por definição sempre podem sofrer resgates e com peculiaridades em seus regulamentos - não era tarefa fácil. No entanto, depois de muito trabalho conjunto conseguimos chegar a um modelo de acordo que levava em consideração todas as peculiaridades dos signatários, inclusive as nossas, e

finalmente conseguimos assinar um acordo final no dia 12 de Janeiro de 2012.

Com o acordo, os grupos participantes se comprometem ainda mais com o desenvolvimento da empresa, por deixarem explícito que, durante cinco anos a contar da assinatura do acordo, nenhum deles pode vender sua participação sem a aprovação prévia de três dos quatro grupos. Após esse período inicial, todos os grupos podem negociar suas participações, porém ainda sob as regras do acordo. Como de praxe, durante todos os 10 anos de vigência do acordo, existem os mecanismos usuais que acabam por dar a todos os grupos uma maior segurança no investimento: *tag-along* caso qualquer um dos grupos queira vender, assim como direito de preferência e *drag-along* (caso não sejam exercidos os direitos de *tag-along* e direito de preferência). A IP passa oficialmente a ter direito a eleger um membro para o conselho de administração – embora mesmo hoje já tenhamos uma pessoa indicada no mesmo. Finalmente, é importante notar que, apesar de possuímos uma base de investidores bastante antiga e estável, temos sempre que agir com responsabilidade “casando” corretamente os ativos que administramos com o passivo dos fundos. Por gerirmos fundos abertos que podem sempre sofrer resgates - assim como captações - foi adicionada uma cláusula que nos permite realizar vendas proporcionais a eventuais resgates. E, caso o preço de mercado seja interessante, temos a prerrogativa de comprar tais ações para nossos outros fundos sem desvincular tais ações do acordo. Para os interessados em mais detalhes, o acordo encontra-se arquivado junto à CVM.

Com a formalização de um grupo forte e coeso, abre-se espaço para que a empresa possa cogitar no futuro ofertas primárias com o objetivo de acelerar o crescimento da empresa, fortalecendo-a ainda mais.

Além dos avanços acima, vale a pena repassar um resumo do nosso investimento em Panvel.

A empresa possui hoje uma rede de aproximadamente 290 farmácias focada no sul do país, especialmente no estado do Rio Grande do Sul, além de sua distribuidora de medicamentos (Dimed) e um laboratório que apoia a operação de marcas próprias (Lifar). Com executivos extremamente capazes e com “cabeças de donos” – que de fato são, considerando o tamanho de suas participações no capital da empresa – os resultados têm sido excelentes durante anos. Um modelo de loja vencedor que por muitos anos foi aprimorado e que serviu de base para a expansão de sua rede de lojas, proporcionou um crescimento rentável e seguro, com praticamente nenhum uso de alavancagem. E se durante os últimos 7-8 anos vimos retornos sobre o patrimônio líquido oscilando na casa de 14%, nos últimos dois anos os retornos foram de mais de 20% - resultado não só do crescimento da renda disponível e conseqüente maior demanda pelos seus clientes, mas também da maior dificuldade que seus concorrentes passaram a ter para continuar operando na informalidade.

As farmácias Panvel continuam sendo referência, especialmente no Rio Grande do Sul onde sua rede possui pontos muito bem localizados e onde sua densidade é muito maior. Nos impressiona como ao longo de tanto tempo a empresa conseguiu obter retornos satisfatórios mesmo com boa parte de seus concorrentes podendo ser agressivos em preços por operarem na informalidade – em um negócio onde as margens são baixas e a variável “preço” é algo importante para os consumidores. Parte da explicação passa (i) pelos excelentes pontos e ótima densidade no sul do país, (ii) pela marca Panvel que de fato é uma referência para os consumidores no ramo de farmácias, e não menos importante (iii) pela operação enxuta e custos sob controle. Por tudo isso, quando pensamos em competidores maiores tentando ganhar mercado no seu principal mercado, o Rio Grande do Sul, achamos que no mínimo terão um trabalho difícil pela frente. Achamos que seria mais fácil tentarem juntar forças com a empresa no futuro.

Outro ativo que consideramos uma pérola, o laboratório de marca própria pertencente à empresa (Lifar), vem aumentando sua rentabilidade e ganhando cada vez mais representatividade nos resultados da empresa. Com o apoio do Lifar (e em parte produzindo via terceiros) a empresa tem avançado com sua operação de produtos de marca própria. São oferecidos aos clientes produtos com a marca Panvel, com qualidade similar a produtos de marcas renomadas, porém a preços que chegam a ser 70% mais baixos. A lista de produtos de marca própria é ampla, passando por perfumes, cremes de sucesso como o “Panvel Secrets” e até fraldas. É mais um motivo para a fidelização do cliente: além de apreciarem a ótima relação custo/benefício destes produtos, os clientes sabem que podem confiar na qualidade do produto final.

Por fim, vale a pena contextualizar a diferença de *valuations* entre Panvel e outras empresas do ramo com ações negociadas no mercado.

Comparativo Redes - Últimos 9 Meses (em R\$ milhões)

	Raia	Drogasil	Raia Drogasil	BR Pharma ⁽¹⁾	Panvel ⁽²⁾
N° de Lojas - 3Q11	384	359	743	352	279
Receita Bruta	1.678	1.761	3.439	819	985
Ebitda	87	108	195	48 ⁽³⁾	54
Lucro Líquido	46	62	107	22	29
Market Cap	1.891	2.514	4.348	1.357	519
EV	1.740	2.423	4.106	1.175	508
P/E TTM⁽⁵⁾	42	30	34	.. ⁽⁴⁾	15
EV/Sales TTM⁽⁵⁾	0,8	1,0	0,9	.. ⁽⁴⁾	0,4

Fonte: IP e empresas acima.

Como se vê, por simples comparações com seus *peers*, a empresa possui um enorme potencial de valorização. Também nos sentimos confortáveis quanto ao potencial de valorização em termos absolutos – o que consideramos mais relevante – especialmente quando consideramos todas as oportunidades que a empresa tem pela frente e o crescimento da geração de caixa que devemos continuar observando.

¹ Números dos 9 meses de 2011 pró-forma e ajustados conforme divulgação da empresa.

² Inclui também o negócio de distribuição de medicamentos.

³ Número já beneficiado por R\$ 14 milhões de despesas que a empresa considera como não recorrentes.

⁴ Estes múltiplos não foram calculados por falta de números ajustados para o 4º trimestre de 2010.

⁵ TTM: últimos 12 meses.

"AQUI É JOHN GALT FALANDO"

Durante os 23 anos de existência da IP, sempre procuramos transmitir da melhor maneira possível nossos valores e forma de pensar - visando permitir uma efetiva avaliação e controle de risco de nossos investidores em relação a nós - ocorreu-nos que cometemos uma grande omissão. Deixamos de mencionar dois livros de ficção que foram extremamente influentes em nossa formação: a "Trilogia da Fundação"¹, de Isaac Asimov, e "A Revolta de Atlas"², de Ayn Rand.

O primeiro pelo aspecto de gestão de risco e sua natureza provável mas imprevisível, que leva à conclusão de que sistemas *ad hoc* baseados em conhecimentos da natureza humana são mais poderosos que os conhecimentos humanos das forças da natureza (embora, cá entre nós, acreditemos que um dia a convergência será encontrada).

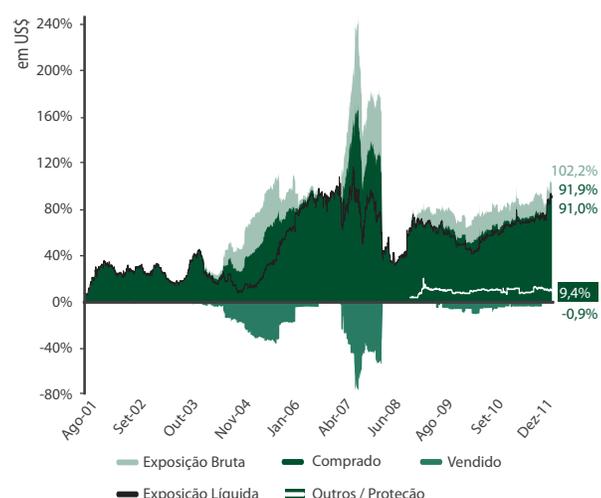
O segundo pelos riscos e virtudes de sistemas de crenças. Hoje vemos um sistema que abusou de crenças erradas (EUA, Europa, ditadores do Oriente Médio etc) e agora passa por um processo de catarse e re-purificação. 2011 foi um "*annus horribilis*" para muitos, como sempre, mas nos pareceu que tenha sido especialmente ruim para alguns "vilões" (por exemplo: Osama, Kadhafi, Mubarak e até mesmo Al-Assad, ainda presidente da Síria - para focar nos *media darlings*).

Dois textos primorosos, com mais de meio século de existência e que continuam absolutamente pertinentes e atuais.

DESEMPENHO

A oscilação nos preços de mercado das posições do IP-Global no 4º trimestre de 2011 resultou numa variação da cota de 7,6%. A variação do Fundo no ano foi de 13,2%. Desde o início do Fundo, a rentabilidade acumulada do portfólio IP-Global para investidores estrangeiros foi de 83,5% em dólares.

O gráfico a seguir ilustra as exposições *long*, *short* e *net* ao longo da história do portfólio IP-Global (fundo Offshore, disponível apenas para investidores estrangeiros, e do qual o Global local é um espelho) e clama por explicação.



Ao longo dos pouco mais de 10 anos de existência do portfólio Global, o Fundo teve três gestores. O atual gestor, Roberto Vinhães (sócio co-fundador da IP), foi responsável pela gestão do Fundo em dois períodos: de novembro de 2003 até junho de 2006, e de junho de 2008 até o presente.

Nos últimos três anos e meio (desde que Roberto voltou a gerir o Fundo), ainda em um espaço de tempo que consideramos curto, os dados relativos são os que seguem (retornos em US\$):

Período	IP-Global**	S&P500***	Libor	10Yr Treasuries	MSCI World***
2008*	-2,8%	-28,5%	1,0%	19,3%	-33,5%
2009	38,3%	27,7%	0,5%	-10,6%	31,1%
2010	11,8%	13,9%	0,2%	7,7%	11,8%
2011	1,8%	2,5%	0,2%	19,9%	-5,2%
Total	53,0%	6,6%	1,9%	37,7%	-7,6%

* a partir de 30 de junho de 2008

** antes de taxas de administração e performance

*** total return, ie. Incluindo reinvestimento total de dividendos

¹ <http://www.livrariasaraiva.com.br/produto/2649955/trilogia-da-fundacao/>

² <http://www.livrariasaraiva.com.br/produto/3093154/a-revolta-de-atlas-03-volumes/>

NOTAS SOBRE TECNOLOGIA E NOSSO PORTFOLIO

No meio de tanta sobre-carga e dissipação de energia, o fato é que o bem-estar físico agregado do mundo aparentemente vem evoluindo positivamente. Como seria possível que, a despeito de deslizos dos setores financeiro e imobiliário americanos, terremotos e maremotos asiáticos, casos de descontrole corporativo em tradicionais empresas japonesas de tecnologia como a Olympus, alguns ditadores do Oriente Médio, outros tantos políticos brasileiros, burocratas europeus e funcionários de companhias aéreas, aeroportos e imigração pelos quais temos profunda antipatia, o todo ainda pareça melhorar? Nossa resposta tende a focar na tecnologia como alavancador da natureza humana, que é o grande *driver* apesar de bem mais "estática" que outros fatores.

Seguem alguns pontos que chamaram nossa atenção nesta área ao longo do trimestre:

- A corrida de F1 no Oriente Médio com tudo "state of the art": prédios, carros etc. Nem sinal da Apple. Computadores nos boxes predominantemente HPs (maior fabricante de PCs do mundo) e *Windows-based*, propagandas da Acer (fabricante asiática de PCs)... Nos faz lembrar que, em certo sentido, a Microsoft tende a ser vista como menos ameaçadora para governos "tipo China" do que a Apple, pois já amadureceu mais e controla menos pedaços da cadeia. Neste sentido, Linux é uma ameaça maior do que Apple para Microsoft.

- Noutra dimensão, andamos pesquisando e testando "a sério" os celulares Android e os Kindles. Parece-nos que a Apple tem um belo desafio pela frente³.

- No caso dos telefones, a concorrência chegou e passou em qualidade de tela, bateria, confiabilidade, tamanho (espessura x profundidade), peso (menor), resistência a queda, usabilidade, abertura e preço menor e com mais flexibilidade junto às operadoras.

- Nos *tablets* os Kindles batem ou fazem bonito em relação ao iPad em alguns nichos relevantes (consumo de mídia).

- Ambos têm escala e superam com louvor a barreira do *switching cost*. As vendas de Androids já superam as de iPhones e os números do Kindle são desconhecidos mas não há dúvidas de que são grandes e relevantes.

- Em resumo: o "samba de uma nota só" (um certo exagero) perdeu o puxador/compositor/mestre de bateria mor e o samba já está entrando na linha do "tudo batucada parecida", com um melhor aqui e outro ali. Sem charme ou diferenciação tecnológica, parece-nos que as premissas quanto à curva de elasticidade (binômio preço x volume) implícita nos preços das ações da Apple, para uma empresa essencialmente de produtos de consumo de massa, pode estar desajustada.

- Obama, em reunião com Hu Jintao no Hawaii, louva o encontro de "duas potências do Pacífico" (lembrando, EUA são do Atlântico também...) e foca no *enforcement* de propriedade intelectual. "Uma vantagem competitiva que temos (EUA) e da qual não podemos abrir mão."

- Na linha de propriedade intelectual, muitas empresas têm *hidden e/ou performing assets*. Nossas favoritas em termos de posicionamento estratégico dentre as *mega-caps* são casos como SAP, Oracle, Cisco e Microsoft, que estão no "caminho crítico" do mundo no sentido mais literal possível. Usando nossos filtros de governança e preço, a SAP fica pelo caminho e a Oracle depende do preço. Os critérios de dispersão e *switching cost* relativo, competição e, principalmente, histórico de *underpromising* e *overdelivering* levam a Microsoft a ser a maior posição do Fundo.

- Obviamente, em termos de alavancagem, as melhores relações estão nas proverbiais garagens -

³ O que é completamente diferente de dizer que vá ter problemas financeiros no curto/medio prazo, o que seria provavelmente uma sandice de proporções monumentais.

os empreendedores de micro-empresas em estágio preliminar (*start-ups* - basta lembrar de Apple e Microsoft...).

- No “meio do caminho” na dimensão tamanho há empresas como Imax, Kodak, BMC, Dolby etc...
- Mas ter percentual relevante de nossos ativos numa dessas empresas, com o mercado oferecendo tantas oportunidades atraentes (*Price/Discretionary Free Cash Flow*⁴ <= 10) em empresas com as qualidades de Microsoft, Berkshire Hathaway, Thermo Fisher, AB-InBev, Itausa, 3M etc., está fora do nosso interesse.
- Pesquisas e estatísticas são sempre perigosas. Feita a ressalva, esta⁵ chamou nossa atenção por razões óbvias. O tema é “Melhores Empresas Para Trabalhar” e foi feita junto a 2,5 milhões de empregados de mais de 5.500 empresas. As 10 melhor colocadas, pela ordem foram: Microsoft, SAS, NetApp, Google, FedEx, Cisco, Marriott, McDonald’s, Kimberly Clark e SC Johnson. Certamente não é precisa, mas até pelos efeitos secundários, é um grãozinho positivo para Microsoft, Google e Cisco - todas empresas do nosso portfolio atual. Interessante notar que quatro das 10 são mais geral e explicitamente tidas como “de tecnologia”.

OUTRAS CONSIDERAÇÕES DE GESTÃO DE PORTFOLIO

Recompras

As recompras de ações, que não são indicador definitivo mas *data points* dignos de nota, têm chamado cada vez mais nossa atenção. Segue tabelinha que achamos interessante.

Campeões em recompras de ações

Nos 12 meses até setembro 2011, Hewlett-Packard foi a única empresa do S&P 500 entre as 10 empresas que mais gastaram em recompras de ações tanto em termos absolutos, quanto em relação ao valor de mercado da empresa.

Empresas que mais gastaram, em termos absolutos

Empresa / ticker	Total (US\$ bi)	% do valor de mercado recente da empresa
ExxonMobil / XOM	22,4	6,1
IBM / IBM	15,1	7,1
Intel / INTC	11,7	9,7
ConocoPhillips / COP	10,6	11,7
Hewlett-Packard / HPQ	10,1	20,1
Microsoft / MSFT	9,1	4,4
JPMorgan Chase / JPM	8,7	8,0
Coca-Cola / KO	6,6	4,4
Goldman Sachs / GS	6,2	13,7
Cisco Systems / CSCO	6,1	6,4

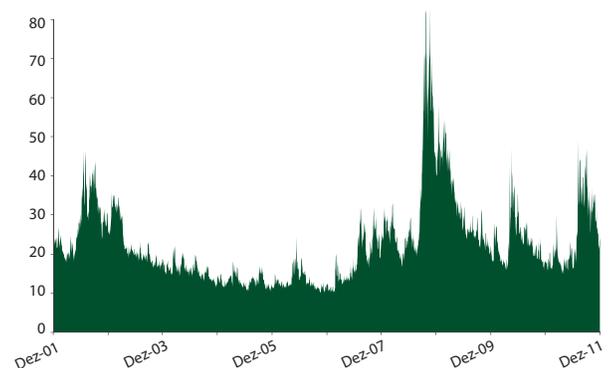
Empresas que mais gastaram, relativo ao valor de mercado

Empresa / ticker	Total (US\$ bi)	% do valor de mercado recente da empresa
Novellus / NVLS	1,1	51,8
Gap / GPS	2,6	29,1
Kohl's / KSS	3,0	21,2
Hewlett-Packard / HPQ	10,1	20,1
R.R. Donnelley / RRD	0,5	19,8
Torchmark / TMK	0,8	19,5
DIRECTV / DTV	5,9	18,6
L-3 Comm / LLL	1,2	18,4
LSI / LSI	0,5	17,5
Cintas / CTAS	0,6	16,0

Fontes: S&P, Bloomberg, via Barron's

Volatilidade

Em 2011 o mercado rodou, rodou, e não foi a lugar algum (S&P 500: 2,5% no ano). Entretanto, as volatilidades implícitas nos preços das opções de empresas listadas nos EUA estiveram boa parte do tempo em níveis historicamente elevadíssimos.



⁴ Preço/Fluxo de Caixa Livre Discrecional: o que “sobra” para distribuição (dividendos, recompras), pagamento voluntário de dívidas ou o simples acúmulo de caixa.

⁵ <http://www.geekwire.com/2011/memo-microsofts-ballmer-finds-anonymous-survey-love>

Esse fenômeno nos permitiu manter uma variação de preço do portfólio também pouco relevante a despeito de acreditarmos ter corrido bem menos risco (caixa relevante ao longo do ano), assim como zerar a posição em ADRs de Petrobrás (pequena quantidade) e carregar algumas posições que, esperamos, ainda vão frutificar.

A ANALOGIA JAPONESA

Muitos hoje remetem à “crise Japonesa”, que vem se arrastando desde 1990, período no qual o índice Nikkei 225 caiu 78,3% de seu pico entre 29 de dezembro de 1989 a 30 de dezembro de 2011 (todas as rentabilidades nesta sub-seção são em Yen). Importante sempre começar análises ricas em dados lembrando a piada de que “o estatístico é aquele que morre afogado num rio que tem, em média, 40 cm de profundidade”. Feita esta ressalva, é interessante constatar que mesmo num caso histórico “negativo” como este houve muitas oportunidades. Buscando entender melhor o caso, empreendemos um estudo do mesmo. Seguem nossos principais *takeaways*:

- Um punhado de empresas apresentou um retorno acumulado honesto no período, apesar de a grande maioria ter produzido retornos acumulados medíocres. Além disso, muitas deixaram de ser listadas.
- Empresas que tiveram um retorno acumulado ruim ao longo destes 20 anos apresentaram boas oportunidades de investimento/*trades* oportunistas em algum momento.

Nikkei de 1990

- Das 12 empresas do Nikkei de 1990 classificadas como bancos e serviços financeiros, apenas duas (Japan Securities Finance e Nomura) permaneceram listadas até hoje (com quedas acumuladas de 83,2% e 91,3% de lá para cá, respectivamente).
- As duas empresas com maior retorno acumulado entre 1989 e hoje são Canon e Honda (retornos de

271,1% e 226,6% respectivamente). O retorno da 10ª empresa dessa lista, Bridgestone Corp, foi de apenas 26,9% nestes 20 anos.

Nikkei de 2001

- O quadro melhora quando olhamos para as empresas que faziam parte do índice em 2001. O retorno acumulado das top-10 de melhor *performance* de 2000 até hoje ficou entre 536,9% e 134,9%. Esse grupo conta com muitas empresas ligadas ao setor de construção (materiais, engenharia, maquinários etc.).
- Mais uma vez, muito movimento do lado dos Bancos / Serviços Financeiros: das 19 empresas classificadas como tal no índice, apenas 4 permanecem listadas até hoje.

Retornos Máximos possíveis

Por mais que os resultados, neste caso, mostrem um caso extremo e não realista (“o melhor *market timing* de todos os tempos”), ajudam a passar o recado:

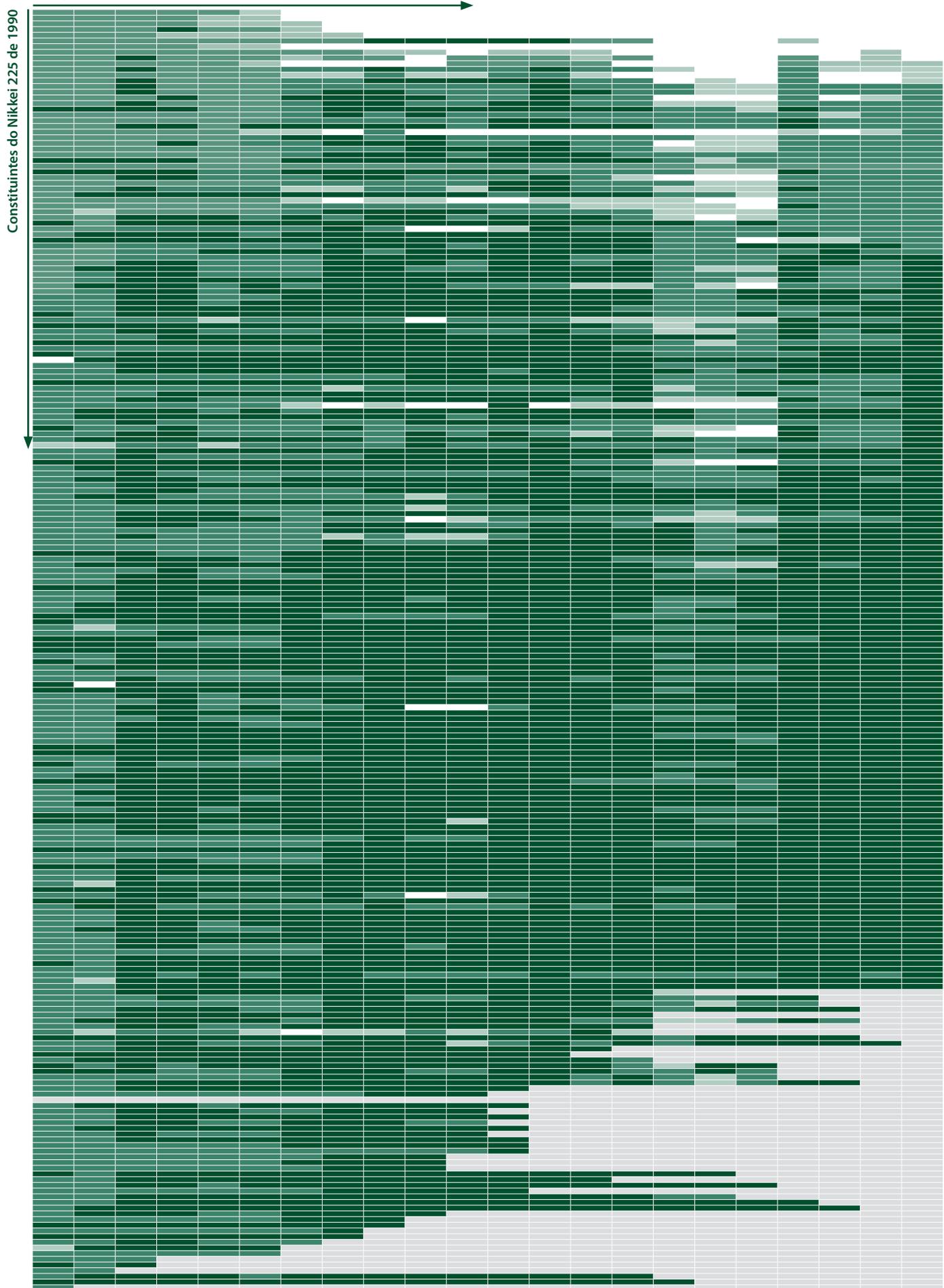
- Fast Retailing Co. (varejo): retorno máximo possível de 7.474,3%, comprando em junho de 1998 e vendendo em dezembro de 2009 (retorno anualizado: 45,5%). Desde que passaram a ser listadas, em abril de 1997, suas ações se valorizaram 2.816,7%.
- Softbank Corp (telecom.): retorno máximo possível de 4.634,4%, comprando em janeiro de 1998 e vendendo em fevereiro de 2000 (retorno anualizado: 533,0%). Desde que passaram a ser listadas, em janeiro de 1998, suas ações se valorizaram 442,3%.
- Mizuho Trust & Banking Co (banco): deixou de ser listada em agosto de 2011 depois de suas ações terem caído 96,9% desde 1989. Quem comprasse em novembro de 2002 e vendesse em dezembro de 2005, poderia ter tido um retorno de até 1.157,6% (129,4% ao ano).

Segue o gráfico que internamente cunhamos de “DNA do mercado Japonês” nas últimas duas décadas:

Retornos acumulados, em Yen, desde o final de 1989

retorno acima de 30% retorno entre 0% e 30% retorno entre -50% e 0% retorno abaixo de -50% ativo sem cotação

Anos, de 1990 até 2011



PESPECTIVAS

E nós agora?

Os efeitos regenerativos das crises avançam. Os riscos, desde os impactos de tempestades solares a epidemias e guerras são uma certeza. Entretanto, considerando os preços de ativos de qualidade, em especial na área de tecnologia incumbente, a distribuição de probabilidades nos parece muito atraente.

E se em função da crise os governos começarem a privatizar mais agressivamente, pensarem um pouco mais seriamente em focar seus esforços em justiça e regulação e caminharem, enquanto a mortalidade ainda é relativamente alta, para uma redução da quantidade de funcionários públicos *per capita* via taxa de evasão normal? Dado que a grande maioria das empresas do mundo vem conseguindo ganhos de produtividade relevantes, seria razoável esperar que os governos melhorassem seus indicadores de forma comensurável. Nos falta a competência e experiência para dizer quais seriam estes indicadores, mas temos certeza que saberíamos a quem perguntar para ter resposta mais satisfatória. Intuitivamente, ficamos com a impressão de que 2011 foi um ano ruim para pessoas como Osama Bin Laden, o presidente da Síria, o ex da Líbia e - menos pior mas também ruim - para certos políticos no Brasil e no exterior. E o que é ruim para "essa gente" tende a ser bom para os demais. Com a crise do modelo antigo e a explosão da comunicação, a hora parece próxima.

O resultado de tudo é a beleza e complexidade do que vivemos e da atividade de gestor independente. Lembra-nos das obras *Leviathan Thot*⁶ de Ernesto Neto e do que chamamos de "Matrix" de Hilal Sami Hilal⁷. Cada um rema para um lado, com intensidade variável. Qual a resultante final? Qual a resultante

do momento? Qual a percepção de cada um? Os resultados para nós têm sido uma performance decente o suficiente no plano material para permitir este gozo epistemofílico⁸.

Concluindo em nota pessoal: em 1979, tive a extrema felicidade de ter sido aluno (e amigo) de Luis Antônio Machado num curso de física. Um de seus fantásticos ensinamentos foi: "*Prova não é hora de pensar. Prova é hora de fazer.*" Aplicamos o mesmo raciocínio ao portfólio. Depois de anos de espera, estamos próximos a 100% "comprados". Pode ser que caia mais antes de subir, mas melhor esperar em coisas que geram valor (ações de empresas globais de qualidade) que em coisas que destroem valor (*bonds* soberanos). Feliz Singularidade⁹!

⁶ <http://www.youtube.com/watch?v=bZrL7ncLoVI>

⁷ <http://www.hilalsamihilal.com.br/>

⁸ "Epistemofílico": desejo se saber, curiosidade.

⁹ Aos que não estão familiarizados com o conceito, recomendamos uma passada de olhos no livro "The Singularity is Near", de Ray Kurzweil.

POR AMOR À ARTE - PRÊMIO INVESTIDOR PROFISSIONAL DE ARTE

Os estímulos recebidos de pessoas interessantes e as horas de leituras e *webcasts* levam ao tal gozo epistemofílico que transcende o dinheiro. Na verdade, temos pouca paciência e interesse em relação a pessoas que estão no mercado apenas pelo dinheiro.

Warren Buffett é famoso por dizer que vai “sapateando” todos os dias para o trabalho. Walt Disney cunhou o “não faço filmes para fazer dinheiro, faço dinheiro para fazer filmes”. Após ter sido expulso, Steve Jobs voltou para salvar a Apple sem receber salário. São exemplos, dentre muitos nesta linha, que sempre nos marcaram profundamente e procuramos repetir e difundir. Fazer o que é certo e nos dá prazer. O que simplesmente “dá” mais dinheiro no curto prazo sempre esteve em segundo plano.

Esta paixão é algo recorrente também (na maioria dos casos) quando conversamos com artistas.

Neste último trimestre de 2011 foram conhecidos, conforme planejado:

- A grande vencedora do PIPA 2011: Tatiana Blass, agraciada com R\$ 100.000 (entre dinheiro e uma Residência Artística de aproximadamente 3 meses na Gasworks/Londres em 2012).
- A vencedora do PIPA Voto Popular na exposição no MAM-RJ 2011: novamente Tatiana Blass, que por isso recebeu R\$ 20.000 adicionais.
- O vencedor do PIPA Online (voto popular via internet): Iuri Sarmento, que recebeu R\$ 10.000.

EXECUÇÃO

Permitam-nos lembrar a missão estabelecida para o PIPA:

- Motivar e apoiar “jovens” artistas “brasileiros”
- Desenvolver uma alternativa de modelo para o terceiro setor, focada numa alta relação impacto/custos, replicabilidade e transparência
- Apoiar o MAM/RJ

A estratégia adotada tem sido primordialmente baseada em 3 pilares:

- Uso de plataforma *online*
- Premiação relevante
- Processos: organização e disciplina

Na linha de “*what gets measured gets done*”,

<u>Quantidades em 1.000s</u>	<u>2010 real</u>	<u>2011 meta</u>	<u>2011 real</u>
Unique Visitors no site	20	34	49
Amigos no Facebook	7	12	27
Votos Online	4.0	5.2	9.4
Votos MAM	1.0	2.3	2.3
Livro-presença na Exposição	0.8	na	1.7

Outra métrica que consideramos relevante é a que mede o % do total do orçamento do PIPA que é doado aos artistas. Tanto em 2010 quanto em 2011 este indicador tem estado em torno de 50%¹, que consideramos bastante satisfatório (e desafiador manter).

Por outro lado, aproximadamente 40% têm sido investidos em material de comunicação como catálogo, sites, Facebook, assessoria de imprensa, vídeos². Em

¹ O total doado em 2011 foi R\$ 10.000 superior em função da artista Tatiana Blass ter acumulado o prêmio principal, escolhido pelo Juri Oficial, com o prêmio relativo aos votos dados pelos visitantes a exposição no MAM/RJ.

² Recomendamos fortemente os vídeos postados no site do PIPA. A produtora Matrioska tem feito um trabalho excepcional em “pílulas” de 3 minutos com entrevistas com artistas, indicadores e conselheiros.

termos contábeis, o SG&A do PIPA tem sido contido em 10%.

O orçamento total do PIPA foi mantido em 2011. O Instituto Investidor Profissional (“IIP”) continua com nossa querida funcionária com dedicação exclusiva (Catarina Schedel) e uma voluntária *full-time* (Lucrécia Vinhães - que também é conselheira do IIP), mas num arroubo prolífico, contratamos uma estagiária (Livia Rodrigues) que vem ajudando muito.

Mais uma vez, 100% dos recursos doados pela Investidor Profissional ao IIP foram voluntários, não gozando de qualquer benefício ou incentivo fiscal.

Em termos de cronograma os prazos foram rigorosamente cumpridos, à exceção da duração da exposição (que foi estendida em uma semana).

Finalizando o tema execução, cabe lembrar que o PIPA é a prioridade máxima do IIP. As principais razões são a crença no conceito de foco, o fato de ser algo que amamos e o de atuarmos em um segmento (em vários níveis, da arte em geral ao MAM-Rio em especial) que consideramos, sem juízo de valor, “*underweighted*” e onde podemos fazer alguma diferença.

Como consequência, temos que dizer não a várias outras solicitações certamente nobres e meritórias.

“PRAFRENTEMENTE”³

Iniciamos recentemente a exibição, no *site* do PIPA, de um pacote de 3 vídeos especiais criados e produzidos para o PIPA. Entre outras coisas, do ponto de vista prático, a ideia é manter “aceso” o *site* do PIPA como canal de discussão e divulgação da arte “brasileira” contemporânea.

Outro elo interessante que acreditamos existir entre arte e investimentos é na demanda e benefícios obtidos através da contemplação. Muitos hoje veem na velocidade uma das maiores vantagens competitivas, senão a única. Esquecem que

quando se vai na direção errada, a velocidade é o maior inimigo. Os melhores resultados vêm do equilíbrio de tempo/pessoas/energia alocados para contemplação e execução, de forma que não se vire apenas um ruminante conjecturador ou uma pomba-gira.

No nosso caso, descobrimos que além de longas caminhadas e pedaladas em que engajamos com profundas “conversas com nós mesmos”, em muitas situações o resultado é ainda melhor quando nossa comunicação tem como interlocutor grandes “artistas” (consagrados ou não), de qualquer área, ao vivo ou através de outras mídias, suas obras e legado.

MANTENDO CONTATO

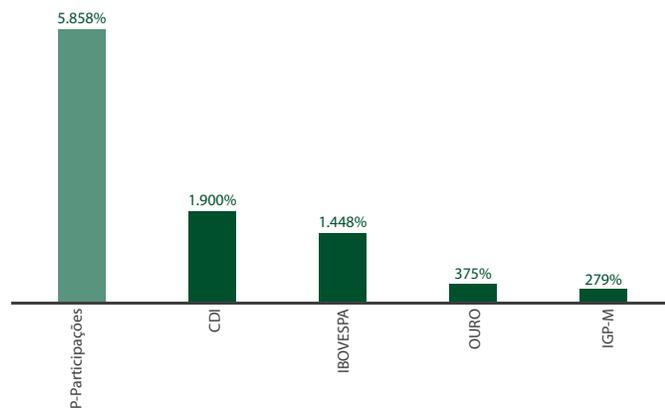
Se o assunto interessa, o *site* está sempre no ar, com um repositório relevante de vídeos, fotos, currículos, histórico, *updates* constantes de exposições e trabalhos de artistas que já participaram do PIPA. Também há um serviço gratuito de *emails* semanais bem simples que pode ser acessado no canto inferior esquerdo das *homepages* www.pipa.org.br e www.pipaprizo.com (em inglês). O catálogo do PIPA 2011, com imagens de trabalhos dos 73 participantes já está disponível em “PDF” para *download* nos *sites* www.pipa.org.br e www.pipaprizo.com. E o MAM-Rio está lá, sempre inspirador.

³ Aos que não conhecem o termo, recomendamos “O Bem Amado”, de Dias Gomes. O personagem principal, Odorico Paraguaçu”, representado por Paulo Gracindo, é histórico, contemporâneo, hilário e triste.

PERFORMANCE - IP-PARTICIPAÇÕES

PERFORMANCE

Rentabilidade Acumulada desde o início da gestão, em 26/02/1993 (US\$)



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
5 Maiores	36%	1,99%
5 Seguintes	18%	0,82%
Outros	26%	0,44%
Caixa	20%	0,12%

CARACTERÍSTICAS DA PARCELA EM AÇÕES

	% Parcela em ações
Ativos Internacionais	12%
Ativos que participam do Ibovespa ⁽¹⁾	40%
Small Caps (menor que US\$ 1bi) ⁽²⁾	12%
Mid Caps (entre US\$ 1bi e US\$ 5bi) ⁽²⁾	34%
Large Caps (maior que US\$ 5bi) ⁽²⁾	53%

(1) Com base no saldo de investimentos em ações listadas no Brasil.

(2) Com base no saldo de investimentos em ações listadas no Brasil e no exterior.

FUNDO

O IP-Participações FIC FIA é um Fundo de Investimento em Ações regulamentado pela Instrução da CVM nº 409. O Fundo investe, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido em cotas do fundo IP-Participações Master FIA.

OBJETIVO

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% do seu patrimônio.

ESTRATÉGIA

A estratégia de gestão consiste em selecionar oportunidades de investimento em empresas com sólidos modelos de negócio, qualidade da gestão e governança e que estejam negociando com atraentes margens de segurança. Em função disso, espera-se que o Fundo apresente pouca correlação com o mercado de ações (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.

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

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

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

Rentabilidades em períodos recentes (R\$)

Período	IP-Participações	Ibovespa ⁽¹⁾⁽²⁾	CDI ⁽²⁾	IGP-M
Dezembro 11	3,36%	-0,21%	0,90%	-0,12%
Novembro 11	2,57%	-2,51%	0,86%	0,50%
Outubro 11	4,41%	11,49%	0,88%	0,53%
Setembro 11	-0,62%	-7,38%	0,94%	0,65%
Agosto 11	-0,12%	-3,96%	1,07%	0,44%
Julho 11	-2,98%	-5,74%	0,97%	-0,12%
Junho 11	-1,82%	-3,43%	0,95%	-0,18%
Maio 11	-1,10%	-2,29%	0,99%	0,43%
Abril 11	0,13%	-3,58%	0,84%	0,45%
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%
12 meses	2,81%	-18,11%	11,60%	5,10%

Rentabilidades anuais (R\$)

Período	IP-Participações	Ibovespa ⁽¹⁾⁽²⁾	CDI ⁽²⁾	IGP-M
2011	2,81%	-18,11%	11,60%	5,10%
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%
2000	12,45%	-10,47%	17,32%	9,95%
1999	204,39%	150,95%	25,13%	20,10%
1998	-19,39%	-33,35%	28,57%	1,78%
1997	-4,21%	44,43%	24,69%	7,74%
1996	45,32%	63,77%	27,02%	9,20%
1995	18,79%	2,83%	53,07%	15,25%
1994 (US\$) ⁽⁴⁾	142,54%	53,24%	73,41%	85,76%
1993 (US\$) ⁽⁴⁾	50,54%	63,95%	20,10%	2,22%

Retornos anualizados (R\$)

Período	IP-Participações	Ibovespa ⁽¹⁾⁽²⁾	CDI ⁽²⁾	IGP-M
Últimos 5 anos	13,5%	5,0%	11,1%	6,4%
Últimos 10 anos	21,8%	15,3%	14,7%	8,2%
Últimos 15 anos	22,5%	15,0%	17,3%	8,7%
Desde o início da gestão (US\$) ⁽³⁾⁽⁴⁾	24,4%	15,8%	17,4%	7,4%

(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\$ 213.702 / Média PL últimos 12 meses Master (mil): R\$ 238.125

(4) Retornos em períodos que antecederam o R\$ foram calculados em US\$.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Aplicação mínima inicial: R\$ 100.000

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: R\$ 20.000

Saldo mínimo de permanência: R\$ 100.000

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

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

Resgate:

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

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 semestralmente.

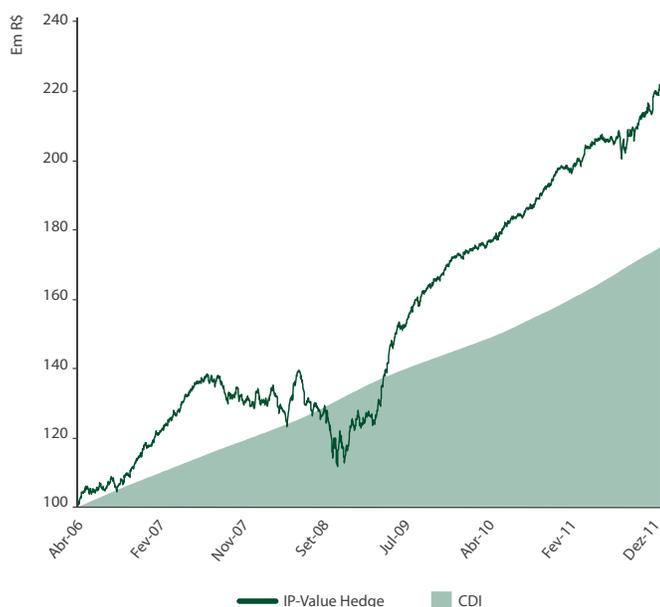
Tributação:

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

Categoria ANBIMA: Ações Livre.

PERFORMANCE - IP-VALUE HEDGE

PERFORMANCE



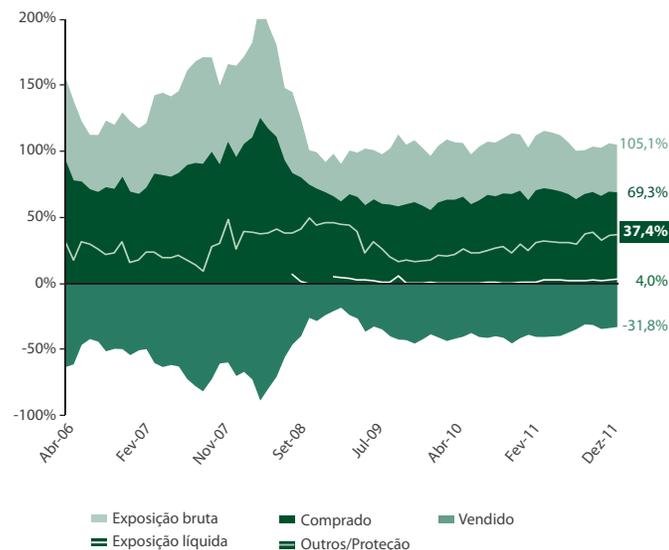
Rentabilidade (R\$)	IP-Value Hedge	CDI	%CDI
Dezembro 11	2,38%	0,90%	263,3%
Novembro 11	2,35%	0,86%	274,0%
Outubro 11	2,05%	0,88%	232,4%
Setembro 11	0,52%	0,94%	55,1%
Agosto 11	-0,07%	1,07%	-
Julho 11	0,98%	0,97%	101,3%
Junho 11	-0,41%	0,95%	-
Mai 11	1,30%	0,99%	132,0%
Abril 11	0,97%	0,84%	115,7%
Março 11	2,07%	0,92%	225,8%
Fevereiro 11	0,86%	0,84%	102,6%
Janeiro 11	-0,11%	0,86%	-
2011 (YTD)	13,63%	11,60%	117,6%
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	13,63%	11,60%	117,6%
24 meses	31,22%	22,48%	138,9%
Desde 13/04/06 ⁽¹⁾	140,06%	85,95%	162,95%
Retorno anualizado desde 13/04/2006	16,64%	11,52%	

(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\$ 50.096 / Média PL últimos 12 meses Master (mil): R\$ 168.422

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		1,32%
Maior Retorno Mensal		12,67%
Menor Retorno Mensal		-6,32%
Meses Positivos	53	77%
Meses Negativos	16	23%
Total	69	100%

EXPOSIÇÃO POR ESTRATÉGIA

Estratégia	# trades	Exponção Bruta (%)
Arbitragem	7	29,0
Direcional Long	33	54,7
Direcional Short	20	17,3
Outros / Proteção	3	4,0
Total	63	105,1

CONTRIBUIÇÕES PARA O RESULTADO DO MÊS

Estratégia	%
Arbitragem	-0,40
Direcional Long	1,32
Direcional Short	0,90
Caixa	0,40
Outros / Proteção	0,16
Total	2,38

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: R\$ 20.000

Saldo mínimo de permanência: R\$ 100.000

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

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 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.

Categoria ANBIMA: Ações Livre.

EXPOSIÇÃO POR MARKET CAP*

Capitalização**	# empresas	Exposição Bruta (%)	Exposição Líquida (%)
Small	3	1,2	0,5
Middle	22	22,9	9,8
Large	26	71,2	32,9
Índices	2	5,8	-5,8
Total	53	101,1	37,4

*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).

EXPOSIÇÃO POR SETOR*

Setor	Exposição Bruta (%)	Exposição Líquida (%)
Alimento, Bebida e Tabaco	18,3	6,6
Bens duráveis	0,8	-0,8
Bens não-duráveis	2,6	2,6
Bancos	17,3	9,4
Educação	0,5	-0,5
Energia Elétrica e Saneamento	11,5	0,8
Farmacêutico	1,7	0,5
Imobiliário	6,6	3,6
Índices	5,8	-5,8
Materiais Básicos	5,2	1,7
Mídia	0,5	0,5
Outros	0,0	0,0
Petróleo	2,9	1,7
Seguros	5,1	5,1
Serviços	1,0	1,0
Serviços Hospitalares	2,9	2,9
Serviços Financeiros	2,2	0,8
Tecnologia	8,3	8,3
Transporte e Logística	3,1	-3,1
Varejo	4,8	2,3
TOTAL	101,1	37,4

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

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

Rentabilidade (R\$)	IP-Global	S&P 500 Total Return ⁽²⁾	10 Yr Treasury ⁽²⁾	IGP-M + 6%
Dezembro 11	2,95%	4,22%	5,64%	0,39%
Novembro 11	6,73%	6,55%	7,16%	0,96%
Outubro 11	-2,08%	1,32%	-9,90%	1,00%
Setembro 11	11,71%	8,62%	20,68%	1,14%
Agosto 11	1,08%	-3,55%	8,42%	0,98%
Julho 11	0,34%	-2,33%	3,35%	0,37%
Junho 11	-2,93%	-2,84%	-2,03%	0,30%
Maio 11	-1,00%	-0,72%	3,16%	0,94%
Abril 11	-0,30%	-0,54%	-1,54%	0,89%
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%
12 meses	13,15%	14,36%	33,67%	11,38%
2011 (YTD)	13,15%	14,36%	33,67%	11,38%
2010	3,91%	10,11%	4,11%	17,97%
2009 ⁽¹⁾	1,31%	3,84%	-5,95%	1,36%
Desde 30/09/09 ⁽¹⁾	19,12%	30,75%	30,88%	33,17%

(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\$ 10.769

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.

OBJETIVO

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.

ESTRATÉGIA

A estratégia de gestão consiste em selecionar oportunidades de investimento em empresas com sólidos modelos de negócio, qualidade da gestão e governança e que estejam negociando com atraentes margens de segurança.

PÚBLICO ALVO

O Fundo destina-se a Investidores Qualificados, que visam níveis de rentabilidade no longo prazo.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Aplicação mínima inicial: R\$1.000.000

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: Não há.

Saldo mínimo de permanência: R\$1.000.000

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 primeiro 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 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

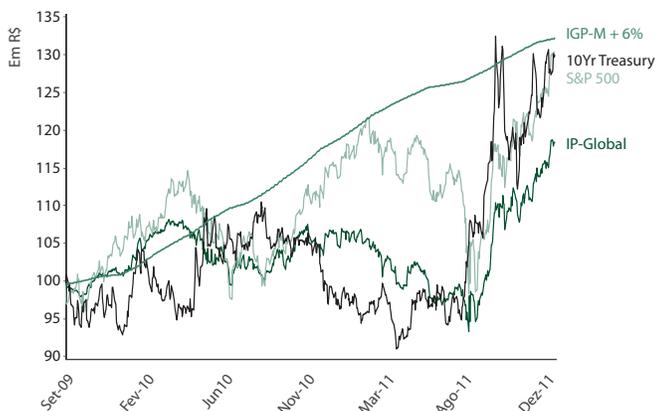
www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone (21)3974-4600.

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

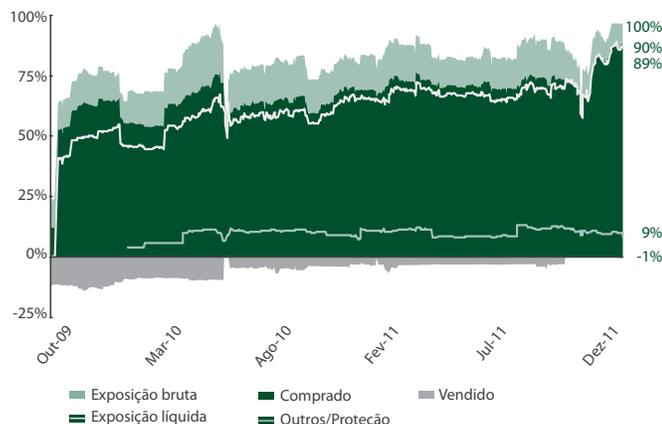
Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditor: KPMG

PERFORMANCE



EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



ANBIMA
 A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

ALEATÓRIAS

“Em economia, as coisas demoram mais tempo para acontecer do que você pensava (que aconteceriam) e, então, elas acontecem mais rápido que você pensava que elas poderiam acontecer” - Rudiger Dornbusch, economista, via Pedro Malan (idem)

“O ser humano tem, na média, um seio e um testículo.” - Des McHale, matemático irlandês.

“As reações nas capitais europeias foram da impassividade ao escândalo quando a Standard & Poor’s colocou 15 das 17 nações da região do euro em revisão negativa.”¹

Wall Street Journal, 7 de dezembro de 2011.

“Se você não consegue explicar algo de forma simples, você não entende disso o suficiente.”

Albert Einstein, cientista alemão.

“Moda é o que parece belo agora mas será feio mais tarde; arte pode ser feia à primeira vista mas se torna bela mais tarde.” - Autor desconhecido.

Da série “prever o passado já está difícil...”: “Uma associação do setor imobiliário disse segunda-feira ter planos para diminuir suas estimativas de quantas residências foram vendidas nos EUA desde 2007, depois que analistas mostraram evidências de que a associação estava superestimando as vendas.”² - Wall Street Journal, 12 de dezembro de 2011.

¹ <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204903804577081853460187594.html>

² <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204903804577081853460187594.html>



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