



Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela IP Capital Partners, 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 ANBIMA. 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 IP Capital Partners 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 IP Capital Partners 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 regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. A IP Capital Partners não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

As cotas do IP Fund SPC não são registradas na CVM e não podem ser oferecidas, distribuídas, resgatadas ou transferidas no Brasil.

IP-Participações / IP-Value Hedge	04
Alphabet	05
Aleatórias	17
Performance	20
Informe IP-Participações	20
Informe IP-Value Hedge	22
Principais Características	24
Informações Complementares	25

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

Os investidores estavam animados no mercado brasileiro. Com maior racionalidade na economia e as reformas sendo encaminhadas, a economia se estabilizava, inflação e juros se encontravam em queda livre e o Ibovespa e o câmbio se valorizavam. Para alguns, a convicção era que a valorização do real frente ao dólar teria que ser ainda maior. Parecia bom demais para ser verdade.

Reformas profundas em vias de serem aprovadas e não haveria nenhuma traição de última hora por partidos da base “aliada”? Não haveria nenhuma paralização no judiciário por questionamentos infundáveis? Com diversas categorias certamente incomodadas com a redução dos seus privilégios, não haveria reação relevante do corporativismo público? Em outras palavras, o “sistema” iria aceitar mudanças importantes simplesmente porque eram baseadas na aritmética básica e lógica das contas públicas – sem que antes houvesse uma grande confusão?

Como brasileiros desconfiados que somos, enquanto obviamente torcíamos pelo melhor, estávamos preparados para o pior. Para os padrões históricos, o embaraço recente não foi exatamente uma surpresa. Apenas mais um triste capítulo da nossa história, fruto da materialização de riscos amplamente conhecidos.

Com a “chacoalhada” no mercado local, pudemos usar um pouco do caixa dos fundos. Aumentamos ligeiramente nossos investimentos em Itaú/Itaúsa e B3 (resultado da fusão entre BM&FBovespa e CETIP).

Além disso, a exposição cambial dos fundos – que havia sido aumentada em momentos oportunos nos primeiros meses de 2017 – foi parcialmente reduzida com a alta do dólar.

Outra mudança relevante no semestre – entre fevereiro e março – foi o aumento de nosso investimento em Alphabet (*holding* que controla o Google), que descrevemos em mais detalhes neste relatório.

PERSPECTIVAS

A baixa volatilidade no mercado de ações americano, em boa parte influenciada pelos juros ainda baixos e pela liquidez abundante no mundo, não deve ser confundida com risco baixo. Após a valorização nos últimos anos, é natural que o mercado americano esteja mais vulnerável a choques e correções de preços.

Essa mesma liquidez que reduz a volatilidade no mundo desenvolvido também ajuda a atrair recursos para mercados emergentes, amortecendo choques como os vividos no Brasil nos últimos anos, ajuda empresas a manterem níveis de alavancagem maiores do que o usual, entre outras consequências indiretas. Em algum momento essa maré irá baixar, o que trará consequências importantes em muitos mercados.

Dito isso, é também verdade que ficar de fora dos negócios realmente excepcionais tende a custar caro. Que tamanho de crise seria necessário para que um investidor bastante conservador resolvesse usar uma

parcela relevante do seu caixa? Uma queda de 25% no S&P500? Talvez 30%? Pois bem, há cerca de dois anos, as ações de Alphabet negociavam a um preço aproximadamente 30% inferior ao atual. Berkshire Hathaway, 17% abaixo dos níveis atuais. Amazon, 55% abaixo. Thermo Fisher, 25% abaixo. Danaher, 18% abaixo. Em todos estes casos a evolução do valor destes negócios no período foi tamanha que hoje, aos preços de apenas dois anos atrás, suas ações estariam negociando a valuations bastante atraentes – ainda mais em um mundo com juros baixos. Para ficar em apenas um exemplo, que iremos aprofundar mais adiante: Alphabet, aos preços de dois anos atrás estaria negociando a apenas 13x o lucro de 2016¹. Na prática, veríamos uma queda dessa magnitude nos preços desses ativos como uma oportunidade muito boa para comprar mais, e não como uma perda permanente. Não investir em negócios especiais pelo medo de correção nos preços de mercado costuma ser razão para arrependimento a médio e longo prazo.

Nosso objetivo, portanto, foi e continua sendo obter bons retornos ao longo do tempo, buscando um equilíbrio ótimo entre investimentos que consideramos atraentes e conservadores e caixa disponível para utilizarmos em momentos de pessimismo e crises. Ao mesmo tempo que temos que evitar perdas a médio e longo prazo, nosso conservadorismo não pode se tornar excessivo, o que nos impediria de participar do crescimento de negócios admiráveis.

¹ Múltiplo ajustado conforme comentaremos a seguir. Considera a diluição por remuneração de executivos ocorrida no período.

² Em 2015, Google passou por uma reorganização que resultou na criação da holding Alphabet, que hoje o controla. A subsidiária Google compreende os principais serviços da empresa, como Search, Maps, Android, Play, YouTube, Cloud, etc. Outras tem sido criadas para perseguir objetivos de maturação mais demorada, ligadas por exemplo ao mercado de transporte, saúde e robótica. Ao divulgar seus resultados, a Alphabet agrupa essas outras iniciativas sob o nome de *Other Bets* (outras apostas). Alphabet tem hoje Larry Page como CEO, enquanto Sundar Pichai é CEO do Google. Ruth Porat é CFO de ambas. Neste relatório, concentramos nossa análise no negócio da subsidiária Google, que compreende 99% das receitas e todo o lucro.

ALPHABET²

“Our mission is to organize the world’s information and make it universally accessible and useful. We believe that the most effective, and ultimately the most profitable, way to accomplish our mission is to put the needs of our users first.” – **Formulário S1 da Alphabet**

“Our value proposition to marketers of all sizes is simple — Google can help you show the right ads to the right people at the right moment.” – **Sundar Pichai, CEO do Google**

Um dos primeiros investimentos que fizemos no exterior com a criação do mercado de BDRs em 2012 foi Google (hoje subsidiária da Alphabet). As ações se valorizaram rapidamente e no final de 2013 zeramos o investimento. Assistimos “de fora” por cerca de dois anos e meio, nos quais a empresa continuou a crescer em ritmo acelerado. Em meados de 2016, vendo que as ações não tinham acompanhado a evolução colossal do negócio, iniciamos um novo investimento, que foi aumentado no início de 2017. Hoje é uma posição de tamanho médio tanto no IP-Participações quanto no IP-Value Hedge.

Propaganda na era da internet

Aproximadamente 90% das receitas do Google vêm de anúncios. A empresa é pioneira de uma tendência secular: anúncios digitais, onde a atitude do consumidor pode ser medida.

IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

Com a adoção em massa da internet a partir da década de 90, o mundo da propaganda passou por sua própria revolução. Até então, fazer propaganda era essencialmente um exercício de criatividade. Pensava-se num conceito impactante para promover um produto, criava-se o anúncio e este era divulgado repetidas vezes por rádio, jornal e TV. A briga entre os canais de comunicação era para ver quem alcançava o maior número de pessoas, que recebiam exatamente a mesma mensagem, independente de seus interesses particulares. A mensuração dos impactos das campanhas era indireta e imprecisa, geralmente baseada em pesquisas de opinião de consumidores.

Na internet, após um período de sucesso dos portais como AOL e Yahoo, ficou claro que o primeiro modelo realmente vencedor seria o do Google. Em 2000, a empresa criou o AdWords, sistema em que anunciantes pagam para mostrar pequenos anúncios aos usuários do seu serviço de busca. Os fatores que determinam onde e quando um anúncio aparece são: i) a relevância do anúncio para a busca do usuário, ii) o valor que o anunciante está disposto a pagar (num sistema de leilão), iii) a qualidade do anúncio e iv) a qualidade da página para onde o anúncio direciona o usuário.

O primeiro ponto, a relevância para a busca, por si só já torna o sistema do AdWords completamente diferente

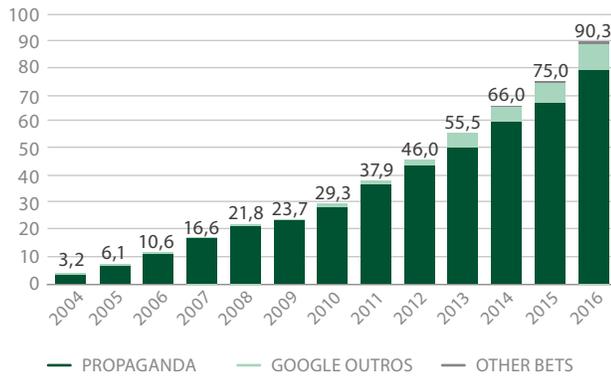
das mídias tradicionais. O anúncio só aparece quando o usuário demonstra interesse explícito por um determinado assunto. Outra diferença fundamental é que o anunciante só paga quando o anúncio é clicado, o que reforça a conexão entre o investimento do anunciante e o comportamento do usuário. Com a evolução dos sistemas de *tracking* das atitudes online dos usuários, tornou-se possível acompanhá-los até o momento da compra. Desta forma, o anunciante tem a prova final de que seu gasto em propaganda surtiu efeito.

Este conceito básico está no coração da máquina de imprimir dinheiro em que o Google se transformou. Ao entregar o anúncio certo, para a pessoa certa, no momento certo, cada dólar gasto no AdWords gera resultados facilmente mensuráveis. O sucesso do AdWords, somado à liderança em usabilidade e tecnologia do Google, solidificou a dominância do serviço de buscas, superando rivais como Altavista para se tornar a maior porta de entrada da internet para bilhões de pessoas.

Com a facilidade de medir a atitude do usuário, os anunciantes cada vez mais adotaram medidas de retorno sobre investimento (ROI) para determinar o tamanho dos seus orçamentos de propaganda. Como os retornos eram, e ainda são, altos, o Google capturou uma explosão de gastos em anúncios

online. O resultado pode ser visto no crescimento do negócio, como mostra o gráfico abaixo:

RECEITA BRUTA DA ALPHABET EM US\$ BILHÕES

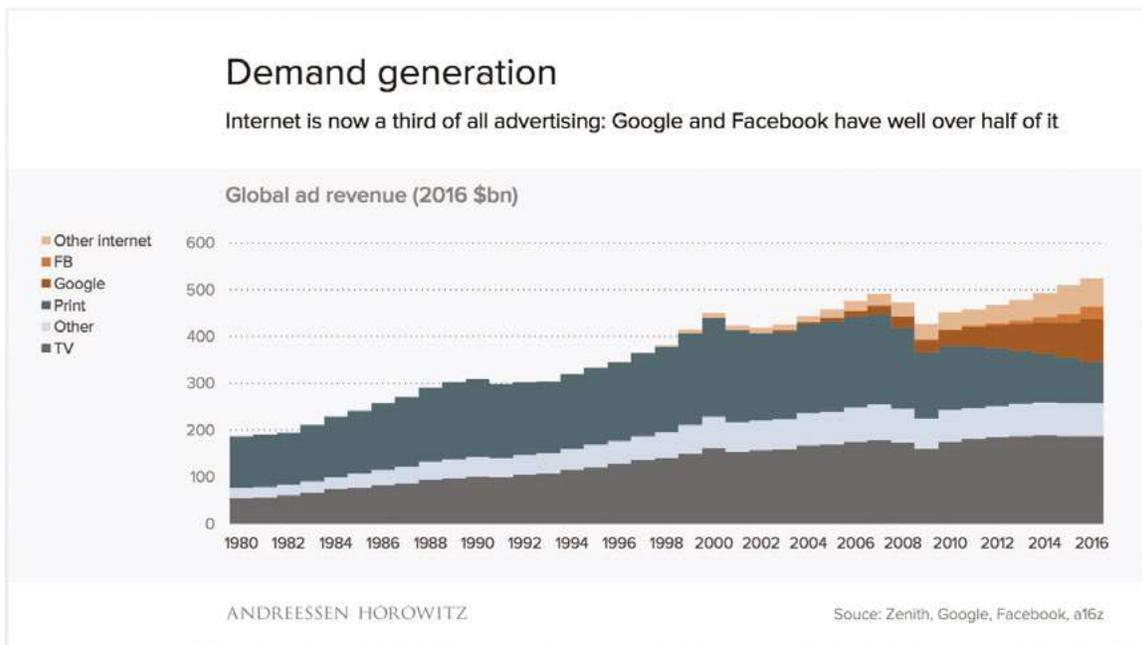


Fonte: Alphabet

Com o tempo, o talento criativo nas agências de propaganda foi dando espaço para o estatístico.

Campanhas passaram a ser feitas de forma cada vez mais científica, com milhares de variações avaliadas iterativamente. Grandes conglomerados de agências como a WPP atualizaram seu modelo de negócios, dando ênfase para agências digitais, algumas dedicadas ao serviço de busca.

Nos últimos 17 anos, tanto o Search do Google quanto o AdWords evoluíram muito, mas o conceito central manteve-se o mesmo. Neste período, o Google abocanhou uma fatia cada vez maior das receitas de propaganda no mundo, tomando lugar especialmente da mídia impressa. O gráfico abaixo, feito pela firma de Venture Capital Andreessen Horowitz mostra bem o que aconteceu.



IP-PARTICIPAÇÕES / IP-VALUE HEDGE

Acreditar no crescimento das receitas do Google significa em grande parte apostar na continuidade desse ganho de *share*. Há essencialmente dois ingredientes necessários para que isso seja possível:

- A capacidade de atrair usuários com serviços interessantes e úteis.
- A capacidade de oferecer ferramentas produtivas para anunciantes – conectando-os aos usuários certos nos momentos certos – de forma a capturar mais do seu orçamento de propaganda.

A seguir analisamos esses dois pontos.

A capacidade de atrair usuários

Algumas razões nos fazem acreditar que o Google tenha boas chances de continuar a atrair a atenção de usuários com serviços diferenciados – a começar pela massa crítica já atingida. O Google tem hoje 7 ativos com mais de 1 bilhão de usuários únicos por mês cada: Search, Android, Maps, Chrome, YouTube, Play e Gmail. No caso do Android, o número passa de 2 bilhões. No YouTube, passa de 1,5 bilhão. Além destes serviços, a empresa tem o Drive com 800 milhões de usuários e Photos com 500 milhões, crescendo rapidamente.

A escala que a empresa atingiu lhe dá vantagens importantes não só em custos³, como também na capacidade de capturar dados sobre os usuários, introduzir novos produtos relevantes e aproveitar efeitos de rede com participantes como anunciantes,

criadores de aplicativos (Play Store) e de conteúdo (YouTube, em especial).

A escala e competência em engenharia do Google até hoje o protegeu de ataques frontais em Search e suas adjacências. A empresa fez também aquisições estratégicas certeiras no caso do YouTube, da DoubleClick e do Android.

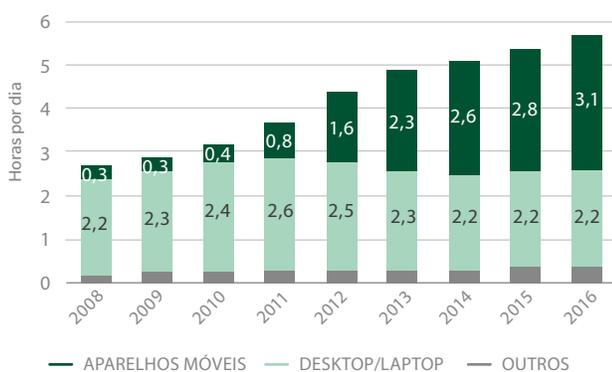
O Android, que originalmente serviria para proteger a empresa do possível domínio da Microsoft na web via smartphones, fez uma rápida e bem-sucedida reorientação para competir com o iPhone. Hoje tem mais de 80% do mercado de smartphones, e serve como cavalo de Tróia para os serviços do Google. Mesmo no iPhone, onde os aplicativos da Apple, como e-mail e mapas, vêm instalados de fábrica, os serviços do Google estão entre os mais utilizados.

A capacidade de surfar a adoção dos smartphones tem sido um trunfo importante do Google. Enquanto a Apple foi quem melhor transformou em lucro até agora a compra desses aparelhos, o Google mostra-se bem posicionado para capturar receitas de serviços ligados ao seu uso. Os smartphones têm feito aumentar brutalmente o tempo médio diário em que as pessoas estão conectadas à internet. Mesmo com a ascensão dos apps e das redes sociais, essa onda tem impulsionado fortemente também os serviços do Google. No mercado americano, estimativas de agências digitais focadas em Search mostram que o volume de gastos em anúncios do AdWords em

³ Ex: O trabalho que o Google tem para indexar a web é igual ao do Bing, mas pode diluir esses custos com muito mais usuários.

smartphones tem crescido a taxas superiores a 50% ao ano nos últimos anos. Por ser o serviço padrão de busca nos navegadores tanto do iOS quanto do Android, o Google tem ganhado ainda mais share em Search (frente ao Bing e Yahoo) com a adoção dos smartphones.

TEMPO GASTO POR USUÁRIO ADULTO POR DIA COM MÍDIA DIGITAL NOS EUA



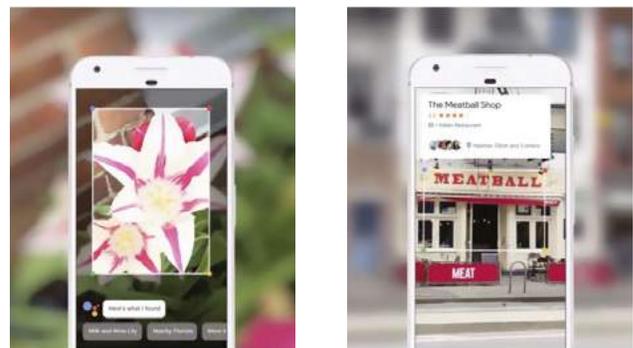
Fonte: eMarketer

A crescente velocidade de processamento dos smartphones, a melhora das conexões wireless e o aumento das telas são também fatores que irão permitir serviços cada vez mais úteis e valiosos para os usuários do Google. Some-se a isso a multiplicidade dos sensores existentes nos smartphones e torna-se mais fácil conhecer o contexto do usuário, para oferecer a informação ou anúncio mais adequado em cada momento.

Para capturar essas oportunidades, o Google investe pesadamente para se manter à frente de técnicas de inteligência artificial, como o *machine learning*⁴. Tudo indica que tem tido sucesso tanto com iniciativas próprias, quanto com aquisições e associações com

líderes no campo (como a Fei-Fei Li, de Stanford). Há o exemplo curioso e impressionante da vitória no jogo de Go contra os campeões Lee Sedol⁵ e Ke Jie⁶. No campo prático, a conjugação dessas técnicas com a infinidade de dados colecionados pelo Google começa a surgir como forte vantagem competitiva.

Os frutos têm aparecido em frentes diversas, como a precisão no reconhecimento de voz, na interpretação de rostos e contextos de imagens do aplicativo Photos, na sugestão automática de respostas para mensagens de e-mail e na previsão dos interesses dos usuários em diversos serviços. Com a câmera dos smartphones, o Google anunciou que em breve será possível apontar para um objeto ou estabelecimento e receber informações sobre ele.



Source: Google I/O (5/17)

Os serviços de Search e Mapas têm sido grandes laboratórios dessas técnicas, mas o YouTube talvez seja o beneficiário mais surpreendente atualmente. Mais de 400 horas de vídeo são enviadas ao YouTube por minuto. É fundamental para a qualidade do serviço conseguir separar o joio do trigo e recomendar

⁴ *Machine Learning* é a ciência de dar a computadores a capacidade de aprender sem serem explicitamente programados.

⁵ <https://www.theatlantic.com/technology/archive/2016/03/the-invisible-opponent/475611/>

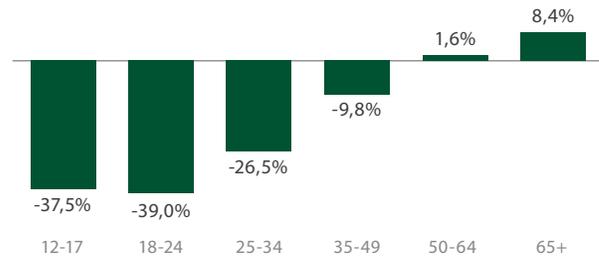
⁶ <https://www.nytimes.com/2017/05/25/technology/daily-report-alphago-wins-again.html>

aquilo que realmente interessa a cada um de seus usuários – algo absolutamente impraticável de fazer com humanos na escala necessária. Há tropeços aqui e ali⁷, mas o YouTube tem aprendido e reagido rapidamente. No início de 2016, o tempo assistido pelos usuários do YouTube crescia ao ritmo de 60% ao ano, segundo informações da empresa. Em dezembro de 2016, cruzou a marca de 1 bilhão de horas diárias, um patamar 10 vezes maior que o de 2012. Isso se compara com 1,25 bilhão de horas diárias da indústria de TV nos EUA, 116 milhões do Netflix⁸ e 100 milhões em vídeos no Facebook.⁹

O vídeo digital sob demanda ganha espaço por vários motivos. A começar pela mobilidade: o usuário de YouTube assiste em média uma hora por dia no seu celular¹⁰, sem precisar negociar o tempo da TV de casa com ninguém. Com a melhora das telas e conexões, esse tipo de uso só tende a aumentar. Por ser sob demanda, pode-se aproveitar pequenas oportunidades de assistir ao longo do dia, como no caminho ao trabalho – ou até no banheiro. Já que a biblioteca é virtualmente infinita (mais de 200 milhões de horas de vídeo no YouTube), o conteúdo é extremamente diverso, o que permite buscar o nicho que mais importa a cada pessoa, algo impossível na TV por mais canais a cabo que se tenha. Por último, por ser digital, há facilidade de adotar novos padrões de conteúdo, como 1080p, 4K, 360°, VR, e assim por diante – enquanto a infraestrutura de TV aberta e mesmo a cabo é mais engessada. Tudo isso está

causando abalos na indústria de TV americana, com impacto concentrado nas gerações mais novas.

TENDÊNCIAS NO TEMPO POR SEMANA ASSISTIDO DE TV TRADICIONAL NOS EUA, POR GRUPO DE IDADE, NOS ÚLTIMOS 5 ANOS



Fonte: Nielsen

A massa crítica já atingida, a capacidade de capturar o crescimento de uso dos smartphones, as lideranças combinadas em dados e AI, e a posição privilegiada em vídeo digital sob demanda com o YouTube são as principais razões que nos fazem acreditar que o Google continuará a atrair crescente atenção de usuários.

Em seguida vamos abordar um pouco do que o Google pode oferecer aos anunciantes.

A capacidade de oferecer ferramentas produtivas para anunciantes

O negócio de Search (AdWords) é ainda hoje a maior fonte de receitas do Google. A empresa não divulga números exatos, mas estimamos que represente algo em torno de 60% da sua receita bruta e de 80% do lucro operacional. Dada a penetração já atingida pelo negócio, especialmente em países desenvolvidos, não nos parece razoável dizer que a maioria dos

⁷ <https://digitalcontentnext.org/blog/2017/03/31/timeline-youtube-brand-safety-debacle/>

⁸ <https://www.inc.com/emily-canal/youtube-gets-1-billion-of-videos-watched-a-day.html>

⁹ <https://techcrunch.com/2016/01/27/facebook-grows/>

¹⁰ <https://youtube.googleblog.com/2017/06/updates-from-vidcon-more-users-more.html>

anunciantes esteja deixando de aproveitar o ROI disponível nas suas campanhas. Sendo assim, o crescimento das receitas dependerá no futuro principalmente i) do crescimento do tempo de uso dos serviços do Google (que discutimos na seção anterior), ii) de ajustes na predominância de anúncios vs. conteúdo orgânico nos resultados de Search, e iii) da capacidade do Google de melhorar as ferramentas de *targeting* de propagandas.

O Google constantemente faz ajustes na forma que os anúncios aparecem na sua página de resultados de Search. Recentemente, algumas delas têm tirado espaço dos resultados não pagos (orgânicos) no seu site. Foi o caso da adição do terceiro e o quarto anúncios pagos na página de resultados de busca nos smartphones em 2015 e 2016. Outro exemplo, foi o aumento do espaço dedicado aos anúncios de produtos (os *Product Listing Ads*). Percebemos também que está ficando mais difícil distinguir os anúncios dos resultados orgânicos. O Google, por exemplo, não usa mais a cor amarela para destacar o que são anúncios na página de resultados. Por conta disso, às vezes a empresa é acusada de estar “espremendo o limão”, tirando mais dólares do tráfego que já tem e efetivamente forçando empresas a pagarem para aparecerem nos seus resultados de busca. A empresa se defende dizendo que sempre prioriza a experiência do usuário, e constantemente testa os efeitos colaterais desse tipo de mudança. Seus algoritmos sempre priorizaram nos rankings os anúncios com

maior qualidade, de forma que hoje muitos deles são mais úteis para usuários até do que resultados orgânicos. Mesmo assim, é um ponto de atenção. Se o crescimento do Google depender de “espremer o limão” em algum momento acaba o “suco”.

Felizmente, vemos outras razões mais estruturais para o crescimento das receitas do Google e do retorno para os anunciantes. Como mencionamos anteriormente, hoje o maior vetor de crescimento em gastos no AdWords são os anúncios em smartphones. Só que ainda hoje o custo médio pago por clique no anúncio de smartphone é de aproximadamente metade do que no desktop. Como os preços são determinados por leilão, seu valor final está associado ao volume de vendas do produto do anunciante que são capazes de gerar. De fato, esta conversão de cliques em vendas no smartphone é bem menor do que no desktop, em parte por conta da maior dificuldade de preencher formulários com endereço e cartão de crédito na hora de realizar compras nos aparelhos móveis. Tecnologias como o Android Pay e o Apple Pay, que facilitam o processo de checkout do cliente devem ajudar a fechar esse gap, promovendo vendas, impulsionando o ROI, tornando esses anúncios mais valiosos e impulsionando as receitas do Google.

Outra maneira de melhorar o ROI dos anunciantes é aumentar a granularidade do *targeting* de anúncios. No ano passado o Google finalmente separou as campanhas de AdWords entre smartphones, tablets

e desktops. Isso tem permitido determinar palavras e preços para cada campanha de forma mais refinada e assertiva, o que tem aumentado também o retorno dos anunciantes e, portanto, sua capacidade de gastar. O feedback das agências digitais é que outros passos nessa direção surtiriam o mesmo efeito, como por exemplo a capacidade de determinar diferentes preços para anúncios que aparecerão em diferentes marcas de smartphone, em diferentes localizações, ou mesmo poder aproveitar mais dos dados que o Google já tem do perfil de cada usuário.

Há também a oportunidade de capturar mais receitas conectando o mundo físico com o mundo online com a ajuda dos smartphones. Vimos anteriormente o que o Google está fazendo com mapas e a câmera dos smartphones. Hoje um terço das buscas no Google são feitas para interesses locais¹¹, como lojas e restaurantes. Enquanto o bicho papão chamado Amazon assola o varejo, o Google aparece como um aliado fundamental dos que querem sobreviver – oferecendo serviços para *branding*, captura e conversão de clientes. Em breve, o Google conseguirá medir o impacto não só no tráfego, como também nas vendas em lojas físicas, após usuários interagirem com anúncios online.¹² Como vimos no passado, medir retorno é um passo importante para convencer anunciantes a gastar. Se considerarmos que algo em torno de 90% do varejo mundial ainda está fora da internet, fica claro como pode ser valiosa essa iniciativa.

Quando a campanha envolve *banners* e vídeos, que não geraram imediatamente uma compra, mas que influenciaram a decisão final do cliente, atribuir corretamente o seu impacto é fundamental para saber o quanto pagar por eles. Um dos erros comuns está em atribuir todo o mérito apenas ao último clique antes da compra. Foi para isso que foi criado o Google Attribution, mais uma iniciativa em *machine learning* recém anunciada, agora para estimar o papel da interação com cada anúncio na trajetória de convencimento do cliente até a compra. Com isso, o anunciante melhora sua capacidade de conversão (e, portanto, ROI) e os anúncios que apareceram antes do último clique do cliente ganham valor (gerando receita para o Google). Essa técnica também será útil para o YouTube, onde os anúncios tendem a promover marcas ao invés de capturar compras instantaneamente como no AdWords.

O sucesso do YouTube começa a permitir ao Google competir pelo orçamento mundial de propaganda em TV, de aproximadamente 186 bilhões de dólares¹³. Para acelerar esse processo, uma série de passos têm sido adotados. No final de 2013, o Google permitiu que a Nielsen e a comScore passassem a medir de forma independente a interação dos usuários com anúncios do YouTube, aumentando a confiança dos anunciantes de TV em investir na plataforma. Em 2014, criou o Google Preferred, uma seleção da nata (1 a 5%) do conteúdo do YouTube em 13 categorias, como beleza, comida e automóveis. São vídeos de

¹¹ <http://searchengineland.com/saying-third-mobile-searches-local-google-brings-new-ads-maps-250278>

¹² <https://adwords.googleblog.com/2017/05/powering-ads-and-analytics-innovations.html>

¹³ <https://www.magnaglobal.com/wp-content/uploads/2016/12/MAGNA-December-Global-Forecast-Update-Press-Release.pdf>

alto nível escolhidos para receberem os anúncios das marcas mais conservadoras (e acostumadas com o mundo da TV). Em 2016, a Magna, responsável por comprar espaço de propaganda para marcas como Johnson & Johnson, Coca-Cola e Fiat Chrysler, se comprometeu a transferir pelo menos US\$ 250 milhões dos seus gastos em TV para o Google Preferred entre outubro de 2016 e dezembro de 2017. Parte da motivação foram os altos preços do tempo de TV. Há constantes experimentos em formatos de anúncios que seriam impossíveis sem a interatividade da internet. Aos poucos, o YouTube vem quebrando a inércia da relação entre agências e emissoras para mostrar que seus anúncios oferecem bons retornos. Com isso, esperamos que o gasto em propaganda no YouTube cresça a taxas rápidas, possivelmente em um ritmo maior que o do crescimento do tempo assistido na plataforma.

Em algum momento, o avanço das receitas do Google irá saturar e se aproximar do crescimento do mercado global de propaganda. A percepção de que há muito ainda a ocorrer na digitalização da propaganda, e de que o Google segue como um dos líderes nesse processo, nos faz acreditar que este momento ainda está distante o suficiente para justificar o nosso investimento. O crescimento das receitas de aparelhos móveis, as oportunidades ainda amplas em refinar o *targeting* das propagandas, a crescente conexão do mundo online com o físico e a evolução das iniciativas de monetização do YouTube são as principais razões

que nos fazem acreditar que o Google ainda terá muito a oferecer para seus anunciantes e, portanto, tem amplo espaço para continuar a crescer as suas receitas.

Como em todo investimento, há também problemas. Alguns pontos delicados estão no nosso radar sobre Alphabet e Google e demandam atenção. Todos são motivos para a exposição bastante controlada do fundo a um negócio que julgamos ser realmente excepcional. A seguir passamos rapidamente por alguns deles:

- **A nossa eterna ignorância:** Google atua em negócios altamente dinâmicos. Por mais que suas competências e vantagens competitivas o protejam da maioria dos ataques frontais, outros ataques indiretos, sejam eles competitivos, regulatórios, tecnológicos ou mesmo criminosos são sempre possíveis. Alguns podem gerar estragos importantes. Nós não somos capazes de julgar muito menos de vislumbrar todos esses riscos e, portanto, ajustamos a posição para nossa ignorância.
- **O preço:** As ações de Alphabet retornaram 26% ao ano nos últimos 5 anos. Uma conta simples mostra que neste período a relação preço lucro do negócio expandiu de 22x em 2011 para 28x no fechamento de 2016 (critérios GAAP, sem ajustes). No período, a companhia acumulou US\$ 42 bilhões de caixa líquido e passou a dar

transparência para os investimentos que faz nas *Other Bets*, sua divisão de projetos de longa maturação como o carro autônomo. Preferimos olhar o valor do negócio excluindo o caixa do valor de mercado e o custo desses investimentos do lucro (como se estivessem sendo capitalizados ao invés de reconhecidos como despesa). Aos preços atuais, isso indicaria um múltiplo ajustado de P/E de 18x para 2018. É um certo malabarismo, mas achamos que esta é uma maneira razoável de avaliar o negócio. Após a valorização já verificada desde que voltamos a comprar em 2016, achamos o preço atual razoável, embora menos atrativo do que há alguns meses atrás. Não esperamos uma rápida apreciação, mas sim que o crescimento continuado do negócio seja gradualmente reconhecido.

- **A diluição:** Google é uma das empresas que mais pesadamente remunera seus funcionários com instrumentos de *equity*, em particular as ações restritas. A diluição é da ordem de 1,5% a 2,0% ao ano, o que nos incomoda. É algo que colocamos em nossas contas, mas preferiríamos que a empresa utilizasse menos o instrumento e, além disso, fosse mais agressiva em recompras. Vemos com simpatia as iniciativas da CFO Ruth Porat em forçar a adoção de critérios GAAP (que ao menos tentam contabilizar esses custos) para as discussões internas e dos orçamentos de líderes de equipe do Google. Vemos também com

bons olhos a empresa estar parando de discutir dados non-GAAP com o mercado, em favor dos GAAP. Parafraseando Charlie Munger, a concessão de ações restritas são tanto um gasto como uma diluição para nós acionistas.

- **As supervoting shares:** Larry Page e Sergey Brin protegem seu poder de controle com nada menos que três classes de ações. Havia duas no IPO, uma com 10 votos por ação (para eles) e outra com 1 voto por ação (para os demais). A terceira foi criada em 2014, sem direito a voto, porque a diluição gerada pelas ações restritas e as aquisições feitas com ações já começava a incomodá-los. Ambos têm vendido ações e participam cada vez menos do dia-a-dia da empresa, deixando as maiores responsabilidades operacionais nas mãos de Sundar Pichai. Apesar de genial, Sundar tem que lidar com o fato de que não é fundador nem controlador, o que a história mostra ser um *handicap* em decisões difíceis. Preferimos o modelo da Amazon, em que Bezos tem a mesma classe de ações que nós e tem seu poder de voto diluído assim como o nosso quando quer premiar seus executivos. Isso nos torna menos confiantes no comprometimento de longo prazo dos fundadores do Google com os acionistas minoritários e diminui o tamanho máximo da posição que estamos dispostos a ter nas ações.

- **Antitruste:** Quando as empresas ficam fortes demais, os problemas acabam vindo dos governos. O poder do Google há anos já atrai o escrutínio dos reguladores de antitruste. Nos EUA, onde os reguladores presam acima de tudo o bem-estar gerado aos consumidores, a empresa por enquanto conseguiu desviar de maiores problemas. Na Europa, onde há uma preocupação maior com a viabilidade da competição em si, a história tem sido bem mais complicada. Como foi amplamente divulgado, a empresa recentemente foi multada em 2,4 bilhões de euros por supostamente ter abusado do seu poder de monopólio em Search para oferecer serviços de comparação de produtos (os *Product Listing Ads*, que comentamos acima). Muito mais complicado que a multa é a complexidade prática de atender às vontades dos reguladores e o precedente que essa decisão traz para outras prováveis condenações. O Google estuda recorrer, num processo que deve demorar alguns anos. A Europa é responsável por aproximadamente 30% das receitas do Google, e os *Product Listing Ads* por lá geram ao redor de US\$ 4 bilhões de receita ao ano (cerca de 4% do total) de acordo com estimativas do JP Morgan.
- **Amazon:** O rolo compressor do Bezos incomoda o Google também. Pesquisas mostram que mais

da metade das buscas por produtos na internet nos EUA já acontecem diretamente pelo site da Amazon¹⁴. Cada vez mais a Amazon também desenvolve suas soluções de propaganda dentro do seu próprio site, o que eventualmente deve roubar dólares dos orçamentos hoje direcionados para o AdWords. Tais movimentos ainda não impactaram muito o Google, mas são tendências que vamos acompanhar de perto. Por outro lado, os orçamentos direcionados para o mundo digital devem seguir crescendo. Por envolverem situações de uso diversas, não nos parece um jogo de soma zero. De todo modo, somos acionistas de Amazon e esperamos nos beneficiar do outro lado...

- **Facebook:** O mesmo conceito, de que não se trata de jogo de soma zero, se aplica à rede social de Mark Zuckerberg, principal alternativa ao Google no mercado de anúncios online. O Facebook tem sido rápido em adotar novas funcionalidades e copiar competidores, como Twitter e Snap. Zuckerberg tem também recentemente buscado direcionar a experiência do usuário a vídeos, a fim de aumentar o engajamento na plataforma – o que o coloca em rota de colisão com o YouTube. No final, a competição é pela atenção dos usuários e, conseqüentemente, pelos anunciantes. O Facebook tem progredido bastante nesse campo: hoje seus 2 bilhões de usuários passam em média quase uma hora por dia engajados em seus

¹⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-27/more-than-50-of-shoppers-turn-first-to-amazon-in-product-search>

produtos. Além disso, o Facebook permite um *targeting* do público alvo bastante preciso, em cima de dados detalhados de perfil e uso que são voluntariamente produzidos pelos seus usuários. Ainda assim, Facebook oferece apenas alguns dos serviços úteis dentre os diversos que atraem a atenção de usuários. Google tem os seus, que são comprovadamente úteis, como vimos acima. Enquanto naturalmente há ameaças entre empresas como Alphabet, Facebook e Amazon, que devem ser monitoradas, acreditamos ser mais produtivo para nós investidores focar na grande oportunidade de crescer frente aos *players* mais tradicionais (como jornais e TV) do que na briga entre elas.

- **O mix:** Existem poucos negócios tão rentáveis quanto Search. À medida que o Google crescer com produtos como YouTube e Cloud (que não tivemos espaço para abordar neste relatório) ou mesmo com a maturidade das suas *Other Bets*, haverá uma pressão importante sobre as margens. O foco, claro, deve estar no crescimento absoluto do lucro. Neste aspecto, talvez “ajude” o fato de que o Google é uma das empresas mais gastadoras que nós conhecemos. É curioso ver como o negócio cresceu as receitas de US\$ 46 bilhões em 2012 para US\$ 90 bilhões em 2016 sem que as margens expandissem um só ponto percentual. Grande parte do motivo é a quantidade de pessoas que o Google contratou

para desenvolver suas novas iniciativas, quase 40 mil nos últimos 5 anos, um crescimento de 17% ao ano. Dada a escalabilidade inerente ao negócio de Search, o crescimento que este business experimentou, e a multiplicidade de iniciativas com as quais o Google se envolveu nos últimos anos, acreditamos que exista hoje uma relevante e latente capacidade de ajustar o volume dessas despesas caso seja necessário. A CFO Ruth “Vader” está de olho.

A partir de sua missão original de organizar a informação do mundo e torná-la disponível e útil, o Google criou uma fabulosa coleção de ativos. Como um “pedágio invisível” sobre a internet, provê serviços essenciais – uma verdadeira *utility* conectando tudo a todos. Por maior que já tenha se tornado o negócio, acreditamos que a empresa tem um futuro interessante e rentável à sua frente.

ALEATÓRIAS

“O Brasil não é um país sério.”

— *Frase atribuída a Charles de Gaulle*

“Quando a esmola é demais o santo desconfia.”

— *Anônimo*

“Anything can happen in stock markets and you ought to conduct your affairs so that if the most extraordinary events happen, that you’re still around to play the next day.”

— *Warren Buffett*

“If you ask me in retrospect what our biggest mistake is in the tech field, it’s not buying Google. We were smart enough.”

— *Charlie Munger, 2017 Berkshire Hathaway Annual Meeting*

If you focus on your competition, you will never deliver anything truly innovative.”

— *Eric Schmidt, How Google Works*

“We want to build technology that everybody loves using, and that affects everyone. We want to create beautiful, intuitive services and technologies that are so incredibly useful that people use them twice a day. Like they use a toothbrush. There aren’t that many things people use twice a day.”

— *Larry Page*

“A platform is when the economic value of everybody that uses it, exceeds the value of the company that creates it. Then it’s a platform.”

— *Bill Gates*

“At Google, our users are the people who use our products, while our customers are the companies that buy our advertising and license our technology. There are rarely conflicts between the two, but when there are, our bias is toward the user. It had to be this way, regardless of your industry. Users are more empowered than ever, and won’t tolerate crummy products.”

— **Eric Schmidt, How Google Works**

“Right now we’re in a period of growth. We’re thinking about how we get to the next billion users and how we build additional monetization. We’re focused on setting ourselves up for the most successful long-term business. We’re reinvesting in the business to reach users and offer more monetization options and better service. Growth is the priority.”

— **Susan Wojcicki, CEO do YouTube**

“Users can make decisions relatively quickly, and there is no cost associated with making a change in your viewing behavior. But if you’re an advertiser, you need to make sure it works.

Advertisers usually start small and test it. It doesn’t make sense for them to advertise in a place where there are no users, right? I’m confident that advertisers will catch up and the ad dollars will flow to digital. It’s just going to take some time.”

— **Susan Wojcicki, CEO do YouTube**

“What we want with Alphabet is to be an extraordinary magnet, the best magnet for entrepreneurs, and to be an accelerant for their development, and to give them the kind of environment where they can continue to thrive, and therefore build great businesses that generate tremendous returns.”

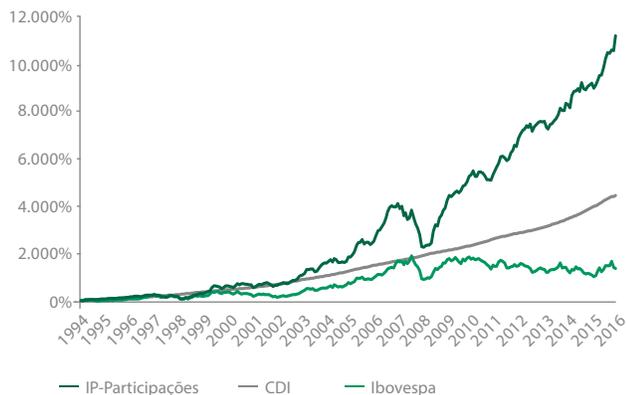
— *Ruth Porat, CFO Alphabet e Google*

“Empreender é trabalhar muito duro, acreditar muito, ter muita **consistência**, escolher sócios certos, escolher caminhos muito sólidos, **consistentes**, pensar no médio e longo prazo e não ficar preocupado com o amanhã (...) É um trabalho diário de construir um negócio. Não tem saltos gigantescos. (...) Aquela coisa muito **consistente** ao longo do tempo, que de fato constrói alguma coisa no longo prazo. Não tem shortcut. (...) Pode demorar um pouco, mas chega lá. Todo dia um tijolinho. (...) É fundamental essa **consistência**. Aquela rotina implacável de quem está trabalhando duro para fazer o negócio crescer, para criar alguma coisa.”

— *Roberto Setubal em conferência recente, ênfase nossa*

PERFORMANCE IP-PARTICIPAÇÕES

PERFORMANCE DESDE O PLANO REAL (R\$)



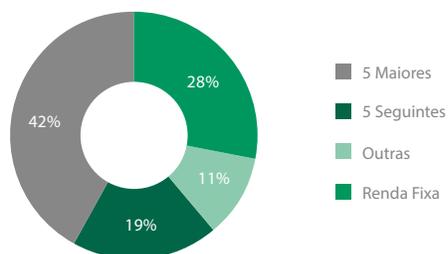
RENTABILIDADE ACUMULADA (R\$)



RETORNOS ANUALIZADOS EM JANELAS DE 5 ANOS (R\$)



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA



OBJETIVO: Altos retornos absolutos em períodos de 5 anos.

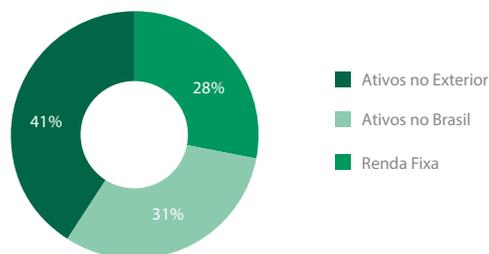
RENTABILIDADE NOS ÚLTIMOS 12 MESES (R\$)

	IP-Participações(%)	Ibovespa ⁽²⁾ (%)	CDI ⁽²⁾ (%)
Junho 17	1,22	0,30	0,81
Mai 17	0,38	-4,12	0,93
Abril 17	0,61	0,65	0,79
Março 17	0,42	-2,52	1,05
Fevereiro 17	1,88	3,08	0,86
Janeiro 17	2,40	7,38	1,08
Dezembro 16	5,59	-2,71	1,12
Novembro 16	-0,19	-4,65	1,09
Outubro 16	1,24	11,23	1,00
Setembro 16	0,52	0,80	1,11
Agosto 16	2,42	1,03	1,21
Julho 16	3,81	11,22	1,16
12 meses	22,12	22,07	12,91

RENTABILIDADES ANUAIS (R\$)

	IP-Participações(%)	Ibovespa ⁽²⁾ (%)	CDI ⁽²⁾ (%)
2017 (YTD)	7,09	4,44	5,65
2016	22,02	38,93	14,06
2015	10,83	-13,31	13,23
2014	9,17	-2,91	10,81
2013	7,41	-15,50	8,05
2012	24,52	7,40	8,41
2011	2,81	-18,11	11,59
2010	23,03	1,04	9,74
2009	87,41	82,66	9,90
2008	-40,61	-41,25	12,37
2007	33,72	43,68	11,82
2006	40,12	33,73	15,05
2005	19,00	27,06	19,00
2004	30,00	17,74	16,17
2003	60,62	97,10	23,28
2002	9,01	-17,80	19,09
2001	10,39	-9,79	17,27
2000	12,45	-10,47	17,33
1999	204,39	150,95	25,17
1998	-19,39	-33,35	28,61
1997	-4,21	44,43	24,53
1996	45,32	63,77	27,17
1995	18,79	-0,88	53,12
1994 ⁽³⁾	142,54	58,97	71,04
1993 ⁽³⁾⁽⁴⁾	50,54	63,92	21,99

COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA



(1) Indicadores de mera referência econômica, e não parâmetros objetivos do fundo.
 (2) Retornos em períodos que antecederam o R\$ foram calculados em US\$.
 (3) Rentabilidade relativa ao início da gestão em 26/02/1993.
 Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 320.928 / Média PL 12 meses Master (mil): R\$ 420.017.

O FUNDO

O IP-Participações FIC FIA BDR Nível I (IP-Participações) é um fundo de ações long only que investe tanto em empresas brasileiras quanto estrangeiras, sempre com um horizonte de investimento de longo prazo.

OBJETIVO E ESTRATÉGIA

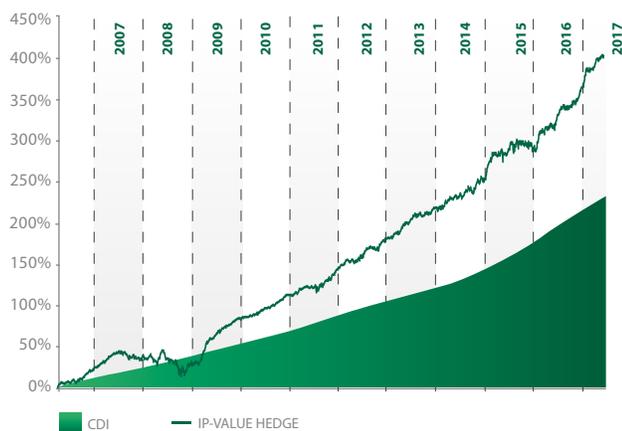
O IP-Participações tem como objetivo proporcionar ganhos absolutos de capital através de uma gestão ativa de investimentos, buscando empresas no Brasil ou no exterior que apresentem combinações interessantes de atributos, tais como: (i) excelentes modelos de negócios, (ii) equipe de gestão competente e ética, (iii) interesses entre management, controladores e acionistas minoritários alinhados e (iv) preços que proporcionem uma boa margem de segurança e permitam ganhos absolutos substanciais em um horizonte de investimento superior a 5 anos. O fundo poderá aplicar em certificados de ações BDRs Nível I de companhias abertas, com sede no exterior, cuja negociação seja admitida na Bovespa. Desta forma, o fundo poderá encontrar-se exposto às oscilações oriundas de variação cambial.

PÚBLICO ALVO

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

PERFORMANCE IP-VALUE HEDGE

PERFORMANCE

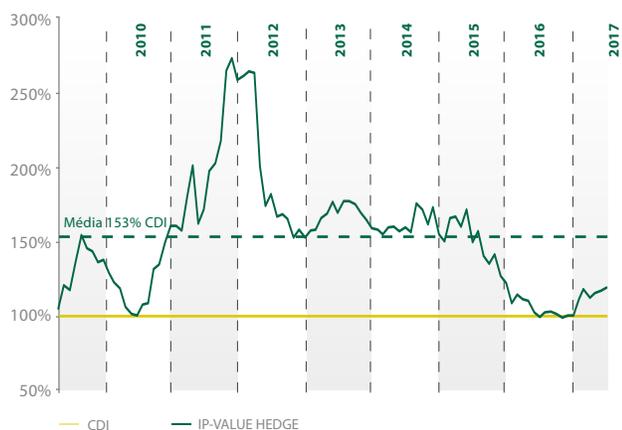


OBJETIVO: Retornos substancialmente acima do CDI em períodos de 3 anos.

RENTABILIDADE NOS ÚLTIMOS 12 MESES (R\$)

	IP-Value Hedge (%)	CDI (%)	% CDI
Junho 17	0,81	0,81	100,14
Mai 17	1,10	0,93	118,99
Abril 17	1,49	0,79	189,93
Março 17	0,24	1,05	23,03
Fevereiro 17	3,49	0,86	403,48
Janeiro 17	3,12	1,08	287,89
Dezembro 16	1,69	1,12	150,51
Novembro 16	0,94	1,09	86,46
Outubro 16	0,45	1,00	44,79
Setembro 16	0,29	1,11	25,78
Agosto 16	1,45	1,21	119,60
Julho 16	3,44	1,16	296,62
12 meses	20,07	12,91	155,45

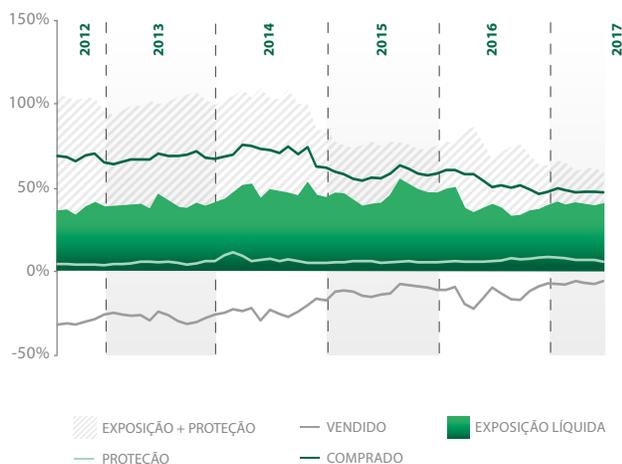
RETORNOS RELATIVOS AO CDI EM JANELAS DE 3 ANOS (R\$)



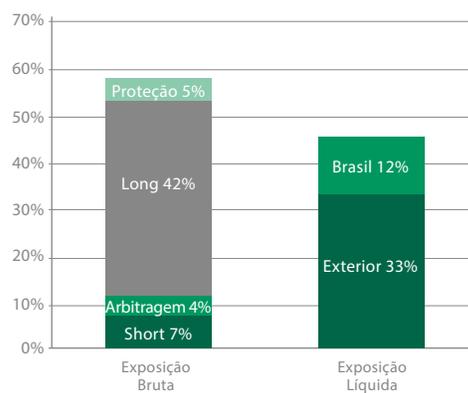
RENTABILIDADES ANUAIS (R\$)

	IP-Value Hedge (%)	CDI (%)	% CDI
2017 (YTD)	10,65	5,65	188,71
2016	14,37	14,06	102,19
2015	12,34	13,23	93,28
2014	11,56	10,81	107,01
2013	14,59	8,05	181,21
2012	14,49	8,41	172,20
2011	13,63	11,59	117,56
2010	15,48	9,74	158,86
2009	44,59	9,90	450,52
2008	-5,81	12,37	-
2007	12,02	11,82	101,67
2006 ⁽²⁾	19,92	9,98	199,67

EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA NOS ÚLTIMOS 5 ANOS



EXPOSIÇÃO ATUAL POR ESTRATÉGIA E GEOGRAFIA



(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\$ 181.409 / Média PL últimos 12 meses Master (mil): R\$ 408.515.

O FUNDO

O IP-Value Hedge FIC FIA BDR Nível I (IP-Value Hedge) é um fundo de ações long-short que investe tanto em empresas brasileiras como estrangeiras. O fundo tipicamente tem uma exposição líquida comprada.

OBJETIVO E ESTRATÉGIA

O IP-Value Hedge tem como objetivo proporcionar ganhos de capital substancialmente acima do CDI em um horizonte de investimento superior a 3 anos, através de uma gestão ativa, utilizando instrumentos disponíveis tanto no mercado à vista quanto no de derivativos, no Brasil ou no exterior. Para isso o fundo manterá posições compradas em empresas no Brasil ou no exterior que apresentem combinações interessantes de atributos, tais como: (i) excelentes modelos de negócios, (ii) equipe de gestão competente e ética, (iii) interesses entre management, controladores e acionistas minoritários alinhados e (iv) preços que proporcionem uma boa margem de segurança e permitam uma rentabilidade compatível com os objetivos do fundo. O fundo deverá manter posições vendidas em empresas cujas características não atendem aos atributos citados acima. O IP-Value Hedge poderá aplicar em certificados de ações BDRs Nível I de companhias abertas, com sede no exterior, cuja negociação seja admitida na Bovespa. Desta forma, o fundo poderá encontrar-se exposto às oscilações oriundas de variação cambial.

PÚBLICO ALVO

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

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS

	IP-PARTICIPAÇÕES FIC FIA BDR Nível I	IP-VALUE HEGDE FIC FIA BDR Nível I
Aplicação mínima	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00
Aplicação máxima inicial	Não há.	Não há.
Valor mínimo para movimentação	R\$ 20.000,00	R\$ 20.000,00
Saldo mínimo de permanência	R\$ 100.000,00	R\$ 100.000,00
Prazo de carência	Não há.	Não há.
Horário limite para movimentação	14:00 h	14:00 h
Conta do fundo (para TED)	BNY Mellon Banco S.A. - 017 Ag. 001 / Cc. 1355-2 IP-Participações FIC FIA BDR Nível I CNPJ 29.544.764/0001-20	BNY Mellon Banco S.A. - 017 Ag. 001 / Cc. 1443-5 IP-Value Hedge FIC FIA BDR Nível I CNPJ 05.936.530/0001-60
Conversão de cotas na aplicação	D + 1 da disponibilidade dos recursos.	D + 1 da disponibilidade dos recursos.
Resgate	<ul style="list-style-type: none"> • Solicitação do resgate: diária. • Pagamento do resgate: último dia útil do segundo mês subsequente à solicitação. • Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento. 	<ul style="list-style-type: none"> • Solicitação do resgate: diária. • Pagamento do resgate: para resgates solicitados até o dia 15, o pagamento será no dia 15 do mês subsequente. Para resgates solicitados após o dia 15, o pagamento será no dia 15 do segundo mês subsequente. • Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento do resgate.
Taxa de administração	<ul style="list-style-type: none"> • 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. • Provisionada diariamente e paga mensalmente. 	<ul style="list-style-type: none"> • 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo. Taxa de administração máxima de 2,5% aa no caso de investimento em outros fundos. • Provisionada diariamente e paga mensalmente.
Taxa de performance	<ul style="list-style-type: none"> • 20% sobre o ganho que exceder o IPCA+ Yield de IMA-B^(*). Com marca d'água. • Provisionada diariamente e paga semestralmente^(*). <p>^(*) Veja descrição detalhada no regulamento</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 20% sobre o ganho que exceder o CDI. Com marca d'água. • Provisionada diariamente e paga semestralmente.
Tributação	<ul style="list-style-type: none"> • IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate. 	<ul style="list-style-type: none"> • IR de 15% sobre os ganhos nominais, incidente apenas no resgate.
Categoria ANBIMA	Ações Livre.	Ações Livre.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

	IP-PARTICIPAÇÕES FIC FIA BDR Nível I	IP-VALUE HEGDE FIC FIA BDR Nível I
Gestor	Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. Tel: 21 2104.0506 / Fax: 21 2104.0561 www.ip-capitalpartners.com faleconosco@ip-capitalpartners.com	Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. Tel: 21 2104.0506 / Fax: 21 2104.0561 www.ip-capitalpartners.com faleconosco@ip-capitalpartners.com
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 Tel: 21 3974.4600 Ouvidoria: www.bnymellon.com.br/sf ou Tel: 0800 725.3219	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 Tel: 21 3974.4600 Ouvidoria: www.bnymellon.com.br/sf ou Tel: 0800 725.3219
Custodiante	BNY Mellon Banco S.A.	BNY Mellon Banco S.A.
Auditor	KPMG	KPMG



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



IP-CAPITAL PARTNERS.COM

RUA DIAS FERREIRA
190 - 702 . LEBLON
RIO DE JANEIRO . RJ - BRASIL
CEP 22431.050