

RELATÓRIOS DE GESTÃO

PRIMEIRO TRIMESTRE / 2010



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 conseqüente 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

Introdução	4
IP-Participações FIA	5
IP-Value Hedge FIA	7
IP-Global FIC FIM	9
Investimentos	11
Performance	18
Informe IP-Participações FIA	18
Informe IP-Value Hedge FIA	19
Informe IP-Global FIC FIM	21
Aleatórias	22

INTRODUÇÃO

Os últimos meses foram de muitos estudos e poucas operações. Depois de um período farto de oportunidades claras, desde o último trimestre de 2009 nos vimos numa fase de poucas situações novas em que tivéssemos grandes convicções.

Ao longo do primeiro trimestre de 2010, participamos de seis conferências no Brasil e nos EUA, incluindo tanto aquelas voltadas diretamente a investidores quanto às próprias empresas e profissionais setoriais. Foram mais de 200 apresentações (52 analistas/dia) e os avanços ocorreram tanto no aprofundamento do conhecimento de empresas e setores quanto na identificação de potenciais novas oportunidades. No curto prazo, porém, nada encontramos na categoria "empurrar bêbado ladeira abaixo" (alto valor e baixo preço) que tanto gostamos. Como diria o histórico personagem de Peter Sellers no fantástico "Being There" (Muito Além do Jardim – no Brasil), "há a época de plantar e a época de colher".

Aproveitamos para agradecer a participação e as sugestões dos leitores no site Buysiders.com, o blog da IP. Recentemente passamos a usar as páginas da Investidor Profissional no Facebook (<http://www.facebook.com/pages/Investidor-Profissional-Gestao-de-Recursos/112063496842>) e no Twitter (<http://www.twitter.com/invprof>) para divulgar as novas matérias publicadas no Buysiders.com. Ainda é um uso embrionário das ferramentas, mas pode facilitar a quem já as usa com desenvoltura.

ARTE E INVESTIMENTO

Temos uma novidade a compartilhar com os leitores.

A IP lançou recentemente o Prêmio Investidor Profissional de Arte (PIPA).

A iniciativa tem a ver com nossa convicção mais profunda de que é preciso pensar *out of the box*, seja nas estratégias de investimento, seja no processo de investimentos. Sempre achamos importante questionar as formas convencionais de olhar as empresas, o mercado e até mesmo nosso papel como gestores.

Isso nos permitiu estabelecer relação mais próxima com quem compartilha nossa "visão de mundo". O relatório é parte disso, o Buysiders idem. Por isso dividimos aqui a ideia do prêmio.

Assim como nos beneficiamos ao encontrar empresas para as quais o mercado não olhava com a devida atenção, pretendemos, com o "PIPA", estimular e reconhecer artistas, suas idéias e pontos de vistas ainda não consagrados e oferecer a eles a oportunidade de expor seus trabalhos no MAM. Um deles, o eleito pelo júri oficial, terá a oportunidade adicional de buscar uma residência no exterior e ainda receberá uma premiação relevante em dinheiro.

O prêmio nasce em parceria com o MAM, cujo contínuo processo de melhoria apoiamos com a iniciativa.

É como está dito acima: entendemos que a busca de valores fundamentais, a capacidade de pensar independentemente e de olhar para a frente e a síntese de *inputs* diversos e aparentemente não correlacionados são características fundamentais comuns à arte e ao processo de investimentos.

Para todos os que se sentirem estimulados a participar de alguma forma do projeto, estamos abertos a receber sugestões ou novos *inputs* através do site do "PIPA" (www.premiopipa.com.br) e/ou da área do PIPA no Facebook e no Twitter (em breve no site do PIPA).



uma parceria



IP-PARTICIPAÇÕES

A variação no preço de mercado das posições do IP-Participações no 1º trimestre de 2010 foi de 3,5% em reais, líquida de todos os custos. Desde o início da gestão pela Investidor Profissional, em 1993, o Fundo acumula valorização de 5.022% em dólares.

ODONTOPREV

Com a aprovação da redução de capital na Assembleia de 25 de março, a empresa concluiu a distribuição de caixa de pouco mais de R\$ 13 por ação desde o anúncio da operação com o Bradesco em outubro do ano passado, comentada em detalhes no Relatório do 4º trimestre de 2009.

PERSPECTIVAS

Ao longo dos últimos tempos, além de todo o esforço de estudo de empresas e setores específicos, alocamos tempo bem acima do habitual para questões macro e políticas. Na realidade, temos "trabalhado" mais do que nunca e estudado muito acima da média histórica. Principalmente graças ao amadurecimento do modelo IP, temos gasto menos tempo com questões comerciais e gerenciais.

É importante deixar claro que não mudamos em nada nossa crença fundamental na forma de atuar. Muito pelo contrário. Mas sempre procuramos tomar o cuidado de não deixar o "modo execução" impedir que as premissas básicas sejam revalidadas de tempos em tempos. E claramente os últimos tempos pediam uma revalidação. Qual o risco de uma guinada mais populista, em que os direitos de propriedade sejam menos observados? Afinal temos convivido com movimentos como os dos "sem terra" e com crescentes rumores de coerção junto a certas empresas e empresários, bem como cerceamento à imprensa e propostas pelo governo de emendas constitucionais controversas. Temos o exemplo do chavismo, que não foi rechaçado pelo governo brasileiro, o que indica aversão menor do que gostaríamos a regime tão primitivo e prejudicial à

sociedade. Qual o risco nas renovações de concessões, criação de novos impostos, taxas e contribuições ainda mais pesadas?

Nossa conclusão até o momento? Se não chegamos (sequer perto) a uma posição "all in", como a já famosa declaração de Warren Buffett em relação à economia americana – quando fez a proposta (já consumada) de aquisição da Burlington – estamos moderadamente otimistas com a economia brasileira para o médio prazo. Aos trancos e barrancos, a institucionalização vai ocorrendo na política brasileira. Mesmo os péssimos elementos não vêm conseguindo perpetrar danos maiores e tão duradouros a ponto de anular os avanços dos últimos 16 anos e as boas coisas que vêm ocorrendo. Nossos receios de uma descontinuidade negativa maior e mais prolongada nos fundamentos são relativamente baixos.

Lula é um exemplo de que, com certo grau de bom senso, mesmo antagonistas históricos de uma sociedade capitalista liberal acabam se rendendo à maioria das evidências contrárias a suas crenças ideológicas. O esforço do governo em dar continuidade às iniciativas do Governo FHC para viabilizar o mercado imobiliário é outro exemplo. Este é um setor que faz a economia "girar", mas que não tinha "padrinhos ricos", como o projeto dos carros populares. Felizmente a água correu para o mar e a coisa está andando.

Em termos econômicos, além das já batidas *commodities*, consolida-se a cada dia o "case" de desenvolvimento do mercado interno, calcado, por ordem de solidez e relevância, no perfil demográfico, na formalização da economia, na expansão de crédito e em cenário político não tão ruim assim.

Empresas e suas atividades não existem num vácuo e, sempre que identificamos "nuvens de mudança" no horizonte, redobramos as atenções. "So far, so good..."

Cabe então explicar por que não "enchemos o balde" diante de bons fundamentos para a economia brasileira e turbulências administráveis. Como sempre, temos que ponderar o fator preço dos ativos. Os níveis atuais, de maneira geral, já embutem grande parcela das perspectivas listadas. Turbulências acontecem e em seu transcurso muitos entram em pânico. As melhores horas para encher o balde são estas: bons fundamentos e pânicos conjunturais. Até lá, mantemos nossas posições em empresas que têm não só fundamentos que as levam a consistentemente superar as expectativas de mercado como também uma boa reserva de caixa.

IP-VALUE HEDGE

A variação no preço de mercado dos investimentos do IP-Value Hedge foi de 1,9% no 1º trimestre. Desde o início da gestão do Fundo pela IP, em 2006, o mesmo acumula rentabilidade de 90%, sempre líquida de todos os custos.

O Fundo encerrou o trimestre com posições compradas equivalentes a 63,7% do seu patrimônio líquido, enquanto as posições vendidas representavam 42,3%. Operações de arbitragem adicionavam 19% para as posições compradas e 19% para posições vendidas. Além disso, possuíamos 1,5% de exposição em outras operações para proteção da carteira. A exposição líquida em ações do IP-Value Hedge fechou o trimestre em 21,4%. A exposição bruta aumentou para 107,5% do patrimônio líquido.

Gostaríamos de escrever neste espaço que o trimestre foi farto em oportunidades e que muitos novos investimentos com alto potencial de retorno foram feitos. A realidade infelizmente não é essa. Exceção feita a um novo investimento, que comentaremos adiante, o trimestre foi de mudanças marginais nas empresas investidas pelo fundo.

É cada vez maior o consenso de que nosso país e suas empresas possuem futuro brilhante e que as condições econômicas permitirão período de prosperidade sustentável. Não só no absoluto, mas também em termos relativos, a economia brasileira de fato se destaca. Ao contrário da maioria dos países desenvolvidos, partimos de patamares de juros ainda altos e com tendência de queda no longo prazo, assim como um perfil demográfico invejável e dívida pública em patamares razoáveis e ainda sob controle. Apesar dos sinais preocupantes recentes como a clara guinada populista, a defesa de ditadores, o dirigismo das estatais e da economia, com favorecimentos a determinados setores e grupos empresariais, a economia brasileira é robusta. Por mais que nossa principal competência seja a de analisar investimentos caso a caso, salvo mudanças bruscas de rumo, temos

impressão parecida em relação aos bons ventos. Essa confiança, no entanto, já está expressa nas cotações dos ativos brasileiros de maneira geral, o que por vezes é ignorado pelos participantes do mercado.

Recentemente, em uma das conferências de que participamos, um economista renomado falou por quase uma hora sobre os aspectos positivos da economia brasileira e como, por consequência, a bolsa brasileira deveria seguir em trajetória de valorização. Neste caso o viés claro era ajudar o banco a levantar recursos para novos IPOs e geração de *fees*. Em momento algum, porém, falou-se de "preço". Por mais que outras variáveis sejam também importantes, como é possível falar em "perspectivas de valorização" sem levar em consideração algo como preço?

Do nosso lado seguimos com o mesmo "plano de voo". Continuamos apenas com investimentos em empresas que possuem ótimas combinações de (i) modelo de negócio superior, (ii) boa governança, (iii) alinhamento com os controladores e (iv) preço atraente. Na ponta vendida buscamos exatamente o oposto. Em ambos os casos comparamos a "gordura" que temos para superar com folga o CDI dentro de janelas de dois a três anos. Se não há oportunidades, como as encontradas nos últimos anos, simplesmente aumentamos a alocação em caixa e prosseguimos com nossos estudos. Como decorrência dos preços de modo geral mais altos, a exposição líquida encontra-se relativamente baixa.

Apesar da preocupação com o nível geral de preços, é importante ressaltar que de forma alguma estamos fazendo *timing* ou previsão acerca de qual será o próximo movimento relevante dos ativos brasileiros. Não será surpresa se a valorização dos ativos prosseguir nos próximos trimestres. Nosso objetivo não é o de tentar tirar proveito de todos os movimentos do mercado, mas sim daqueles em que haja margem de segurança e relação risco/retorno amplamente favorável. Como Warren Buffett gosta de dizer, "*the market is there to serve you, not to instruct you*".

Embora ainda atravessemos período de "final de colheita", especialmente no que diz respeito às posições compradas, felizmente temos boas notícias! Uma é que nossas posições vendidas (existentes e candidatas) acumulam gradativamente retornos potenciais e, caso o movimento de valorização dos ativos brasileiros se mantenha de forma acentuada, estaremos diante de grandes oportunidades. Outra boa notícia é que temos o tempo a nosso favor. Enquanto as empresas investidas pelo fundo ainda negociam a preços razoáveis, crescendo de forma rentável, fortalecendo suas vantagens competitivas, distribuindo dividendos e aumentando o valor de seus negócios (o que ao longo do tempo gera um suporte às suas cotações), as empresas que temos como posições vendidas acabam esbarrando nas mais diversas dificuldades. Seja pelos altos *valuations*, que demandam a sanção de expectativas agressivas, baixos retornos sobre capital empregado, ambiente competitivo difícil, baixos dividendos, ou controladores desonestos que mais cedo ou mais tarde agem de forma oportunista, as dificuldades são muitas. Esta diferença estrutural de qualidade entre nossas posições compradas e vendidas nem sempre é visível no curto prazo, onde os fluxos de mercado e "*momentum*" predominam. Em períodos maiores, no entanto, essas diferenças ficam mais claras, o que tende a gerar retornos positivos para o fundo.

Além de pequenos ajustes marginais na carteira, realizamos duas mudanças mais relevantes. No início do ano fizemos um investimento inicial em Redecard, empresa que atua no ramo de cartões de crédito. O investimento foi aumentado de tamanho ao longo dos últimos meses e possui um perfil de risco/retorno que nos parece atraente. Além disso, após a valorização significativa recente, reduzimos em aproximadamente 25% nosso investimento em Berkshire Hathaway, que continua sendo nosso principal investimento na parcela "internacional" da carteira. É mais um exemplo de investimento seguro e com ótimo potencial de retorno fora do Brasil. Apresentamos maiores detalhes sobre estes investimentos mais à frente.

Apesar do tempo (curto) não ser representativo para a correta mensuração dos resultados, coincidentemente a variação da cota do fundo no primeiro trimestre se manteve dentro de nossas expectativas de retornos mais moderados para o ano. Seguimos garimpando oportunidades para o fundo, mas achamos improvável que os bons retornos que perseguimos se dêem de maneira tão uniforme como têm ocorrido. Assim sendo, mais uma vez, pedimos que nossos cotistas se mantenham preparados para eventuais oscilações nas cotas do fundo.

No final de março, o fundo local, que permite até 100% de investimentos internacionais, completou 6 meses. É o prazo requerido pela regulamentação para que sua rentabilidade possa ser divulgada (informações disponíveis na página 19). A ideia é que, salvo algumas restrições fiscais e operacionais, o portfólio seja praticamente o mesmo do IP-Global Fund, que completa 10 anos em 2011. As vantagens do veículo local para investidores baseados no Brasil são essencialmente de praticidade. O Imposto de Renda é devido na fonte e recolhido pela instituição administradora, como em qualquer fundo local de investimentos. As aplicações e resgates se dão em reais por meio de transferências bancárias corriqueiras. A variação no preço de mercado das posições do IP-Global no 1º trimestre de 2010 foi de 6,6% em reais (4,2% em dólares), líquida de todos os custos.

OURO

Ao longo do trimestre consideramos com mais atenção a ideia do ouro como grande *hedge* para problemas estruturais globais. Logo no início do ano, chegamos a reduzir um pouco nossas posições em ouro e mineradoras no *rally* ocorrido. Porém, à medida que os preços voltaram um pouco e avançamos em nossas análises, começamos a recompor esta posição, relevante há um bom tempo. A mudança é que estamos aumentando o peso relativo das mineradoras em detrimento do ouro em si, tendo em vista o gradual aumento do nosso conhecimento das mesmas e a expectativa de maior alavancagem dos resultados dada a firmeza do patamar de preços que vem se consolidando. O conjunto "ouro + mineradoras" representa hoje a segunda maior posição do IP Global.

NOKIA

Os resultados do quarto trimestre validaram a expectativa de que, a despeito de toda a visibilidade (e lucratividade para Apple) do iPhone, a "dona" do

mercado global ainda é a Nokia. Trata-se de mercado muito complexo e dinâmico, mas o fato é que nem Apple nem RIMM (Blackberries) são empresas com marca, escala, distribuição ou mesmo DNA para mercados massificados globais. Este é outro jogo que, francamente, parece-nos melhor para empresas como Nokia, Samsung, etc...

Achamos importante destacar que, pelo menos até o momento, Nokia é uma posição pouco relevante, mas cujo acompanhamento nos parece de grande importância para entender as perspectivas de evolução da tecnologia móvel – um dos *key drivers* para quase todas as economias, independentemente de estágio (dado seu impacto em *e-commerce*, meios de pagamento, entretenimento, segurança, política, etc...).

PERSPECTIVAS

Seguimos bastante cautelosos. Os avanços verificados nos sintomas são reflexos das medidas de "inundação de liquidez" tomadas desde o segundo semestre de 2008 – e não frutos de um ataque frontal às causas fundamentais que debilitaram os mercados. Políticas populistas nas principais economias continuam a dar o tom dos governos. Todos buscam uma desvalorização cambial como forma de melhorar suas balanças comerciais e estimular suas economias. Obviamente, num cenário como este, chega-se numa corrida rumo ao fundo.

Economia está longe de ser uma ciência exata. O FED, ainda o grande protagonista da economia mundial, busca uma tênue passagem entre o precipício de uma depressão e o "dragão" da inflação. Em situações apertadas como esta, tende a valer a aversão mais forte. "Helicopter" Ben ganhou este apelido por sua tese em relação à Depressão, onde concluiu que a solução é "imprimir" moeda até os agentes econômicos perderem o medo e retomarem a atividade econômica. Faz sentido, mas o risco é óbvio. Política monetária

frouxa acarreta inflação, com um *lag* de poucos anos. O cenário mais provável no momento é o de crescimento constante do risco inflacionário nos EUA, suportado por muitos que focam nos ganhos do Governo daquele país pela desvalorização de sua dívida, em grande parte pré-fixada, em dólares. Num cenário como este, a maioria perde. Ou melhor, sente no bolso os custos da festa, da incompetência, da hipocrisia e da irresponsabilidade do passado. Ganham ou sofrem menos aqueles com maior poder de ajuste de preços e passivos longos pré-fixados. Não é à toa que mantemos posições relevantes em Berkshire, mineradoras de ouro e multinacionais capazes de reajustar preços na moeda que for – como Nestlé, Thermo-Fisher, Pfizer, ABInbev...

Um exercício interessante é tentar construir o contracaso. O que poderia dar tão certo a ponto de neutralizar as nuvens no horizonte? Imaginamos eventos que alterariam radicalmente nossa percepção geral:

1. Redução dos conflitos baseados em extremismo religioso.
2. Ganho radical de produtividade no setor de saúde, que a cada dia consome parcela maior de recursos das sociedades, em linha com o que aconteceu com a produção de roupas e alimentos.
3. Aceleração da velocidade de disseminação de conhecimento e educação. Aqui vemos o *driver* mais forte e presente, que se manifesta fortemente nas últimas duas décadas com os avanços da telecomunicação em geral e da Internet em particular.
4. Melhora dos sistemas de governança pública. Os modelos de governo dominantes hoje nos parecem claramente deficientes e uma ameaça muito maior ao bem estar da humanidade que o famoso *global warming*, por exemplo (que, caso seja verdade, reflete uma falha da própria governança pública). A redução da hipocrisia geral é a maior meta a se perseguir e o evento que traria maiores ganhos para a humanidade.

Infelizmente, para certos problemas a velocidade de progresso parece mais baixa do que o necessário para evitar crises mais agudas, catalisadoras históricas de muitas mudanças necessárias.

Obviamente a lista curta diz muito mais sobre nossa incapacidade do que sobre as efetivas probabilidades de resultados. Um dos fatores determinantes de avanços na História reside no fato de algumas sociedades e civilizações mudarem às vezes por conta de um único indivíduo. Mas para cada caso como o da retomada americana dos anos 80/90, há uma URSS, só para ficar nos exemplos maiores e mais recentes. Afinal "civilizações perdidas" é uma expressão bem "lugar comum" (cerca de 494.000 citações no Google em 0,28 segundos...).

"Vamos esperar o melhor mas nos preparar para o pior..."

Last but not least, para os interessados numa visão interna da crise, no valor de uma visão independente e em mais um relato da cegueira (para dizer o mínimo) insitucional gera, recomendamos fortemente os vídeos e artigos escritos por Michael Lewis no proceso de divulgação de seu livro "The Big Short" (que também recomendamos enfaticamente). Os links para vídeos e artigos relevantes podem ser encontrados na seguinte página do Buysiders.com: <http://www.buysiders.com/2010/04/04/easter-bonus-michael-lewis/>

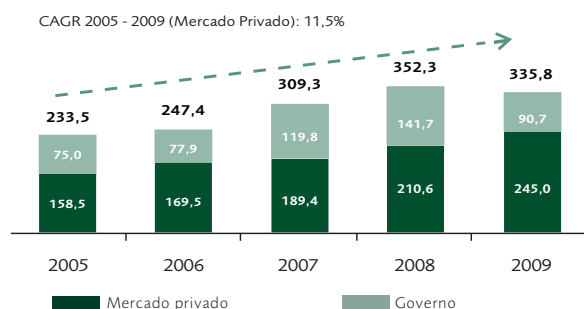
INVESTIMENTOS

SARAIVA (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-VALUE HEDGE)

O primeiro bilhão a gente nunca esquece. Recentemente a empresa registrou valor de mercado superior a R\$ 1 bilhão. Apesar do fato ser meramente simbólico, lembramos que boa parte de nossa posição foi montada quando o valor de mercado era medido na casa das dezenas de milhões. Em paralelo, as receitas da empresa também superaram R\$ 1 bilhão em 2009, e os dividendos (incluindo JCP) recebidos pelos acionistas superaram os 20% (*payout* de 38% dos lucros).

Embora o lucro líquido reportado da editora em 2009 tenha sido menor que o de 2008 (R\$ 53 milhões x R\$ 72 milhões), há motivos para expectativas bem positivas para 2010. O resultado de 2009 foi impactado negativamente na editora, como era esperado, pelo "ano fraco" do ciclo trienal de compras do governo.

RECEITA BRUTA (R\$ MILHÕES)



Fonte: empresa

CICLO DE COMPRAS GOVERNAMENTAIS

Nível de ensino	Potencial de mercado #Livros (MM)	% de Potencial de Mercado Adquirido em Cada Ano		
		PNLD 2010	PNLD 2011	PNLD2012
1 e 2 Ano do Ensino Fundamental (Português e Matemática)	11,2	100%	100%	100%
2 Ano do Ensino Fundamental (Ciência, História e Geografia)	9,7	100%	13%*	13%*
3 ao 5 Ano do Ensino Fundamental	49,8	100%	13%*	13%*
6 ao 9 Ano do Ensino Fundamental	67,0	13%*	100%	13%*
Língua Estrangeira (Inglês ou Espanhol)	13,4	-	100%	100%
Ensino Médio	53,4	13%*	13%*	100%
Língua Estrangeira (Inglês ou Espanhol)	7,6	-	-	100%
Filosofia e Sociologia	15,2	-	-	100%

Desempenho	1 e 5 Anos (PNLD2010)	6 e 9 Anos (PNLD2008)	Ensino Médio (PNLD2009)
Market Share do último ciclo	11,6%	13,1%	27,1%
Preço Médio (R\$)	4,74	5,35	9,68

Fonte: FNDE/MEC/INEP
*Histórico de reposição

Por outro lado houve o impacto positivo da venda de um imóvel (R\$ 10 milhões *pre-tax*) e o crescimento no mercado privado, que fica evidente no gráfico anterior.

Como a tabela abaixo deixa claro, a tendência é que haja forte vento a favor nos próximos dois anos (2010 referente ao PNLD 2011 e 2011 referente ao PNLD 2012).

Excluindo os ganhos extraordinários da venda do imóvel e o *write-off* de estoques decorrentes da mudança ortográfica (R\$ 3,5 milhões *pre-tax*), as atividades editoriais (excluindo o patrimônio da Livraria e os resultados de equivalência patrimonial) apresentaram rentabilidade sobre o patrimônio superior a 25% (um bom resultado considerando o "ano fraco").

No varejo (Livraria Saraiva e Saraiva.com) as perspectivas também são boas. Não só a atividade é mais vinculada ao crescimento econômico do que à edição de livros, como também o amadurecimento da absorção da Siciliano deve contribuir para desempenho bem melhor. Em 2009 os resultados foram impactados negativamente tanto pela economia (no primeiro semestre) quanto pelas despesas e investimentos de absorção e renovação da Siciliano.

Em 2010 os dois fatores devem contribuir acima da média positivamente.

A operação *online*, a despeito da relevância que já conquistou, prossegue abaixo de nossas expectativas, com crescimento de 24%. O índice é bom para uma operação que já supera os R\$ 300 milhões, mas este é um mercado em grande crescimento no qual acreditamos que Saraiva possa assumir papel de destaque ainda maior. Segundo o eBit, o mercado de *e-commerce* brasileiro cresceu aproximadamente 30% em 2009 e empresas como a Ponto Frio.com e Extra.com, do grupo Pão de Açúcar, apresentaram crescimento de mais de 50%.

Por outro lado os avanços da estratégia *online* da empresa são claros, o que nos leva a acreditar que este ano o crescimento da operação possa ser melhor tanto em termos absolutos quanto relativos. O redesenho deixou o site bem mais rápido e intuitivo. A nova função (pioneira no Brasil) de "*one-click shopping*", que permite aos clientes cadastrados fazer compras com apenas um clique, é mais um avanço que demonstra o ataque à oportunidade *online* – o que inclui presença em redes sociais como Facebook, possibilidade de *download* de filmes e *mobile shopping* (o aplicativo para iPhone é bem prático).

Nossa expectativa com esta frente tem fundamento claro. De um lado, há o negócio da editora. Apesar de proporcionar elevados retornos sobre capital empregado, é também um negócio de inércia alta, cujo crescimento é relativamente baixo. De outro lado, o negócio de varejo convencional pode ter (e vem apresentando) maior crescimento, mas tem retorno intrinsecamente menor (embora interessante). Já a oportunidade *online*, que a empresa desenvolve e amadurece gradativamente ao longo de mais de 10 anos, une o melhor dos dois mundos: altos retornos sobre o capital empregado e possibilidade de alto crescimento. E nos parece claro que a atividade hoje atingiu massa crítica, ou, para usar outro termo da física, "velocidade de escape". Com faturamento

anual de várias centenas de milhões, a oportunidade *online* hoje é uma realidade respeitada e abraçada por toda a empresa, refletindo também o desenvolvimento do *e-commerce* no Brasil.

A rentabilidade patrimonial da Livraria (incluindo Saraiva.com), descontadas despesas de ajuste das operações da Siciliano, foi da ordem de 6%, o que oferece uma boa ideia do potencial para avanços maiores diante da maturação dos investimentos de 2009 e da melhora do cenário econômico.

A cereja sobre o bolo, que produzirá boas e relevantes surpresas no futuro (como se vê hoje no *e-commerce*), está no banco de dados transacionais da empresa, um dos mais ricos do Brasil. Ele contempla mais de uma década de transações *online*, além de transações realizadas nas lojas convencionais com o cartão Saraiva Plus. O cartão já conta com 3,5 milhões de associados e oferece benefícios tangíveis. Para ter noção deste potencial, basta observar a precificação que o mercado confere a companhias cuja atividade *core* são programas de fidelidade.

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

A empresa proporcionou grande contribuição ao desempenho das carteiras no trimestre – maior contribuição no IP-Global e no IP-Value Hedge, ficando em 2º lugar no IP-Participações. No relatório passado comentávamos que, depois de muitos anos acompanhando a empresa de Warren Buffett (maior posição do IP-Global e a maior internacional do IP-Participações e IP-Value Hedge), finalmente havia chegado o momento em que acreditávamos ver uma grande oportunidade oferecida pelo mercado.

Aos pontos de sempre, tais como percepção de excesso de dependência de Buffett e falta de compreensão do *core business model*, adicionavam-se questionamentos acerca da operação de aquisição da Burlington. O que vimos foi mais uma validação de como o mercado em geral é pouco eficiente e desinformado, mesmo no caso de uma empresa tão famosa e grande como a Berkshire (*market cap* da

ordem de US\$ 150 bilhões antes da operação). Esta desinformação materializou-se de várias formas.

A primeira e mais divertida se deu quando um repórter perguntou a Buffett se ele estava surpreso com a aprovação da transação pelos acionistas de Berkshire. Outra, com efeitos bem mais tangíveis de imediato, foi o *rally* de mais de 10% (ou seja, um ganho de mais de US\$ 15 bilhões) em dois dias – as ações de Berkshire passaram a integrar então a carteira teórica do S&P500. A concentração das ações nas mãos de Buffett, Munger e suas famílias era considerada um impedimento. Como parte do *deal*, as ações classe B de Berkshire (a Berkshire dos pobres), que já representavam 1/30 das ações "plenas" da classe "A", foram "splitadas" mais 50 vezes (agora uma "A" = 1.500 "B"), e negociam agora a preços unitários mais "normais" (hoje na faixa de US\$ 80).

Obviamente a alta não foi exclusivamente calcada em fatores psicológicos. Dado o grande volume de contratos e ETFs vinculados ao S&P500, a inclusão de um ativo no índice gera uma demanda final automática ("burra") pelo papel.

Com a inclusão estimada de mais 50.000 investidores de Burlington entre os acionistas de Berkshire e sua inclusão no S&P 500, é de se esperar que o nível de conhecimento sobre a empresa aumente, reduzindo o desconto que é dado pelo risco (certeza!) de que um dia, em breve, Buffett não vai estar mais lá.

O tão esperado relatório anual deste ano foi centrado em dar as boas vindas e explicar a companhia para os novos acionistas, alertando-os em especial para os riscos de acompanhar a empresa via mídia e relatórios de *sell-side*, *vis-a-vis* gerar uma opinião própria baseada no rico leque de relatórios oferecidos ao longo dos anos. Alguns outros pontos nos pareceram dignos de nota:

- A preocupação de Buffett em explicitar e defender um contrato social firme e justo entre empresas reguladas de *utilities* (produtoras e distribuidoras do setor de energia, operadoras de vias férreas), que hoje englobam parcela muito relevante do

capital da Berkshire. O "conjunto da obra" nos parece um belo trabalho de preparo para posicionar a empresa para um cenário futuro de baixo crescimento com risco inflacionário nos EUA.

- Após discussão e exemplificação dos problemas usuais nas operações de fusões e aquisições, Buffett oferece solução interessante: "Todo *board*, ao contemplar uma transação desta natureza, deveria contratar um *advisor* cuja remuneração seria vinculada à NÃO conclusão da operação". Desta forma teria acesso a uma visão contrária bem estruturada e alinhada. Não podemos deixar de ressaltar a diferença aqui entre nossos lamentos expressos no capítulo "Fundam-se" no relatório passado (o que certamente já foi fruto, em grande parte, da exposição e – esperamos – absorção das experiências e ensinamentos de Buffett) e o brilhantismo do "bom velhinho" ao apresentar esta simples e interessantíssima solução.

Finalmente, o espetacular resultado obtido em 2009. O valor patrimonial cresceu 20%, atingindo US\$ 131 bilhões. O "*float*" (valor recebido dos segurados mas ainda não pagos, livres portanto para serem investidos) atingiu US\$ 62 bilhões. Com isto, o "capital", que identificamos como um dos parâmetros fundamentais em nossa avaliação da empresa, atingiu US\$ 193 bilhões, próximo ao atual valor de mercado (US\$ 201 bilhões com BRK.A a US\$ 121.800,00 em 31 de março de 2010).

Mas as boas notícias não terminaram aí. As duas outras variáveis críticas de *valuation* foram extraordinárias. O crescimento do *float* foi de quase 6% e seu custo, negativo – o que tem sido a regra ao longo dos anos e tem efeito explosivo no valor do negócio.

Outros dados relevantes foram o caixa de US\$ 30 bilhões e o fato de que os resultados foram obtidos com US\$ 30 bilhões aplicados nos negócios industriais e de serviços próprios, que sofreram com a recessão e tiveram resultado líquido da ordem de US\$ 1 bilhão. Isso representa rentabilidade patrimonial da ordem

de 3%, claramente abaixo do histórico e do potencial de médio prazo, e mostra que as operações de seguro e investimentos carregaram o piano no ano. Mas já houve e certamente haverá momentos onde o contrário ocorrerá. E esta diversificação extremamente bem pensada e executada é um fator que vemos como diferencial (mais um) em Berkshire.

Tudo isto com a melhor governança que já vimos nestes 30 anos como investidores. Se assumirmos a continuidade de crescimento do *float*, mesmo a taxas menores e com custo zero (ao invés de negativo), o porte, a liquidez e o perfil de risco permanecem como um dos melhores investimentos disponíveis em grande escala. Com ou sem crises.

Ainda assim, reduzimos um pouco a posição – com a alta da ordem de 25% verificada no trimestre, obviamente o *upside* foi reduzido e a participação na carteira ficaria grande demais (muito provavelmente seremos criticados no futuro por isto). Mas continua a ser nossa maior posição internacional.

REDECARD (IP-PARTICIPAÇÕES, IP-VALUE HEDGE)

A empresa atua no ramo de cartões de crédito, prestando direta ou indiretamente serviços como credenciamento de estabelecimentos, captura de transações, transmissão, processamento, liquidação financeira e antecipação de recebíveis aos estabelecimentos ("pré-pagamento"). O negócio apresenta características interessantes.

É necessário relativamente pouco capital para montar a infra-estrutura necessária, porém uma vez criada a rede de lojas credenciadas (o que leva tempo), é possível gerar muito caixa. Colocando de outra forma, a operação tem altíssimos retornos sobre capital empregado. Não é necessário investir pesado para processar um número maior de transações – ou seja, o negócio é altamente escalável, o que em tese permite que os retornos sejam ainda por cima crescentes. A empresa está exposta a um mercado que cresce aproximadamente 20% ao ano, impulsionado pela forte tendência de migração do uso de dinheiro para alternativas mais práticas de "dinheiro eletrônico",

assim como a crescente "bancaização" da população e a expansão do consumo doméstico. Para completar, o setor é dominado domesticamente por apenas duas empresas (Redecard e Cielo/Visanet), com participação de quase 90% do mercado.

Parecia bom demais para ser verdade. Apesar disso, as cotações de Redecard embutiam cenários de "céu azul" de 2007 ao final de 2008. Seja pelo risco de eventual maior concorrência (com o capital tentando fluir para onde é melhor remunerado) ou principalmente por "canetadas" do governo, havia uma probabilidade razoável de ruptura com o modelo de negócio existente, o que poderia destruir muito valor.

A incerteza sobre o modelo de negócio, que poderia passar por mudanças significativas e dolorosas, e os preços que não reconheciam esses desafios, foram as principais razões para mantermos posições vendidas nas empresas do setor – em tamanhos decrescentes de meados de 2008 até início de 2009.

A abertura de capital de ambas empresas expôs a alta rentabilidade do negócio a seus clientes e à sociedade, o que de fato culminou em fortes pressões de todos os lados para que estas empresas dividissem uma parte maior dos ganhos com seus clientes.

Temos estudado o setor com curiosidade desde sempre. Sempre acreditamos que, se essas empresas conseguissem manter ao menos boa parte de seus altos retornos, poderíamos assumir investimentos (comprados) importantes, dado que o modelo de negócio reúne diversos aspectos que consideramos interessantes.

Felizmente avançamos aos poucos com nossos estudos ao mesmo tempo em que as cotações de ambas permaneceram estagnadas nos últimos dois anos, a despeito da excelente evolução dos negócios. No caso de Redecard, em dois anos a receita líquida (incluindo "pré-pagamento") cresceu mais de 50% enquanto o lucro líquido quase dobrou.

Ao longo do tempo temos tido mais e mais convicção de que uma parte importante do valor do negócio nesse ramo está ligada à capacidade de "acessar" o estabelecimento final. Redecard é controlada pelo

Itaú Unibanco (com pouco mais de 50% de seu capital), enquanto Cielo é controlada por Bradesco (com 26% do capital), Banco do Brasil (23%) e Santander (7%). Os bancos são parceiros importantíssimos para as empresas do setor. Acesso a financiamentos e manutenção do domicílio bancário são apenas alguns dos serviços que permitem ao banco criar um relacionamento consistente com os estabelecimentos. Uma prova disso é que percentual relevante das novas lojas cadastradas por Redecard e Cielo é originado pelos respectivos bancos controladores. Seja pelo tamanho do *fee* recebido pelos bancos em novos cadastramentos, pelo tamanho da taxa de intercâmbio (percentual da transação que fica com o banco emissor do cartão) ou por outros aspectos, evidentemente o alinhamento entre minoritários e bancos controladores é tão maior quanto maior for a participação individual dos bancos controladores em suas respectivas empresas. Isso foi recentemente corroborado em 2009, com a decisão do banco Santander de competir diretamente no setor através de nova empresa. Por essas razões e também pelo sólido histórico do grupo Itaú, optamos por Redecard como a empresa candidata ao investimento.

Considerando que o valor do negócio está em "acessar" o estabelecimento final e que os bancos possuem a capilaridade necessária para alcançar os menores estabelecimentos (que são responsáveis pela grande rentabilidade do negócio), é provável que a construção de uma rede extensa e rentável não seja trivial. O próprio banco Santander, que possui uma capilaridade relevante, já havia dito há alguns meses que estaria almejando apenas algo como 10% de participação no mercado nos próximos anos, o que é algo pequeno comparado ao crescimento geral do setor. Além disso, ofereceu conforto adicional o anúncio recente de que o banco Santander não iria brigar por taxas muito mais baixas do que as praticadas atualmente. Considerando a alta racionalidade do setor bancário brasileiro, porém, nada mais razoável.

Os riscos, no entanto, existem e podem gerar descontinuidades acentuadas no modelo de negócio

atual. Não só por essa razão, mas também por continuarmos aprofundando nossos estudos, estaremos atentos aos diversos riscos presentes. Mudanças impostas pelo governo, como (i) regulamentação rígida, (ii) desverticalização da estrutura de captura de transações, (iii) fim da exclusividade com as bandeiras e seus impactos, ou mesmo a briga de preços entre os *players* do setor e o desenvolvimento de tecnologias que permitam um menor "atrito"/custo por transação são alguns destes riscos. O receio maior, porém, vem de outros setores – como o de telecomunicações, por exemplo. O que impede que as grandes empresas de telefonia, que já possuem uma rede de dados e acesso aos estabelecimentos, se aliem aos bancos para também capturar transações? Aqui, novamente nos apoiamos no melhor alinhamento existente em Redecard e no fato de que, à medida que a rede de estabelecimentos cresce, será possível reduzir as taxas cobradas, aumentando assim as barreiras para novos entrantes. De qualquer forma, possuímos um belo investimento em Itaúsa, que se beneficiaria (embora obviamente com impacto muito mais diluído) caso isto ocorresse.

Um último aspecto a ser considerado: além do preço atraente (algo em torno de 13x lucro) e o alto percentual do lucro distribuído em forma de dividendos (correspondendo a um *dividend yield* de cerca de 6% a 7%), havia até poucas semanas a possibilidade de alugar (doar) a posição comprada e receber de "brinde" cerca de 15% ao ano! Nada mau...

Analisando o balanço de pontos positivos e negativos, e considerando que as cotações não acompanharam o desenvolvimento do negócio e da mitigação dos riscos no horizonte, optamos por realizar um investimento em Redecard que vem sendo aumentado desde o início do ano.

LOJAS RENNER (IP-PARTICIPAÇÕES)

Renner divulgou recentemente seus números do ano de 2009. Mais uma vez surpreendeu positivamente. Ficou clara a notável capacidade do *management* de se utilizar de uma crise e de um cenário difícil (do fim

do ano passado até meados de 2009) para impulsionar a empresa e fazê-la emergir melhor do que antes. Observamos melhorias significativas em todos os *fronts* da operação, que se traduziram em maiores margens, mesmo em ano onde a alavancagem operacional advinda do crescimento de vendas por m² foi pequena face ao conturbado primeiro semestre.

As margens brutas aumentaram, com as melhores práticas de negociação implementadas no setor de compras e menos remarcações (descontos), fruto de coleções bem construídas e de um melhor controle de estoques. Hoje a Renner consegue separar as lojas em diferentes grupos, dependendo dos gostos, tamanhos e clima locais. Uma ferramenta muito importante no processo é o Retek, um sistema de gerenciamento de estoques que vem sendo utilizado desde 2005.

As despesas da companhia continuam sob controle e se mantiveram estáveis no ano, mas esperamos que se diluam gradativamente, com a maturação das lojas e do contínuo crescimento das vendas por m² (principalmente nas áreas onde a Renner opera há poucos anos e continua a ganhar *share of mind* com os consumidores, como o Nordeste).

A área de produtos e serviços financeiros também foi responsável por muitas alegrias em 2009. A contribuição para os resultados antes de impostos da divisão aumentou R\$ 20 milhões em relação ao ano passado e já se aproxima de R\$ 100 milhões (aproximadamente um terço do total da companhia). Novos produtos, como o Saque Rápido, colaboraram para o aumento, sem comprometer os níveis de inadimplência da operação. Para 2010, o lançamento do cartão *co-branded* (em fase de testes) será um dos mais significativos acontecimentos dos últimos anos na operação financeira. Clientes poderão usar seu cartão Renner com as bandeiras Visa e Mastercard para comprar fora da Renner, aumentando a carteira de recebíveis da empresa e as possibilidades de financiar clientes através do crédito rotativo em outras ocasiões de compra. O plano é chegar a um milhão de novos cartões no primeiro ano de operação.

Todas essas melhorias são subprodutos de uma diretriz dos executivos de Renner, adotada há mais ou menos um ano e meio: implementar processos bem definidos em todas as áreas. A contratação de um novo vice-presidente de TI (Balbinot, ex-InBev) parece ter sido decisiva. Hoje, áreas como construção de coleções, negociações com fornecedores e operações dentro de lojas já passaram por esta transformação. Mesmo assim, segundo a direção, só metade do caminho foi percorrida. Esperamos que a maturação dessas ações continue a tornar a Renner cada vez mais eficiente, rápida e competitiva.

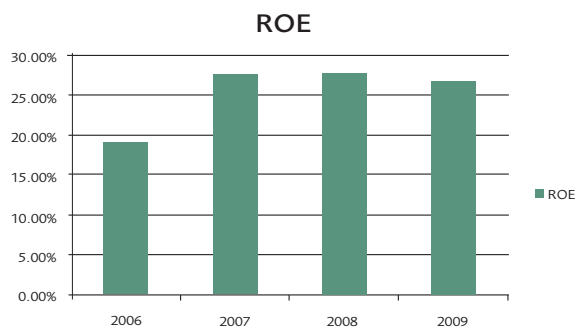
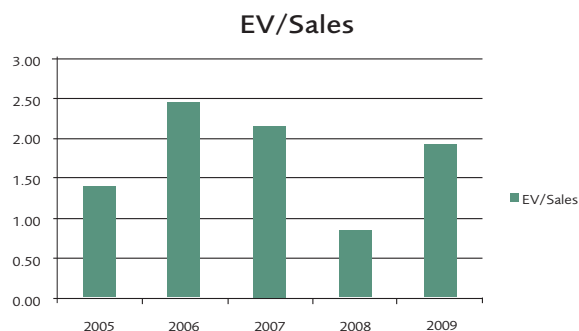
Tudo o que dissemos até agora são vetores claros de expansão das margens da empresa. Mas e quanto ao crescimento futuro das vendas? Além da maturação natural da base de lojas existentes, algumas oportunidades interessantes se apresentaram recentemente. A empresa irá inaugurar esse ano um novo formato de loja compacto, cerca de 40% menor do que uma loja média da Renner hoje. O modelo se destina a cidades menores (ou mesmo a bairros de cidades grandes), mas focado no mesmo público da Renner (B, C+). O potencial seria de mais de 100 unidades adicionais. Outra oportunidade é a de novas lojas tradicionais fora de *shopping centers*, em áreas de alta densidade populacional (como a que será inaugurada na Avenida Paulista, com 3.000m²). Novas marcas foram apresentadas neste ano, incluindo uma exclusiva para gestantes e outra de calçados. Também se pensa em lojas menores, voltadas para o público jovem, que carregariam uma marca da Renner e se beneficiariam do poder de negociação da Renner junto aos *shoppings*.

Por último, mas não menos importante, Renner iniciou no último mês sua operação de *e-commerce*, catalisando o grande volume de acessos a seu site: www.lojasrenner.com.br. Primeiramente, as categorias oferecidas serão perfumes, beleza, relógios e lingerie. Tão logo se alcance nível adequado de padronização do tamanho de roupas junto aos fornecedores, novas categorias serão adicionadas.

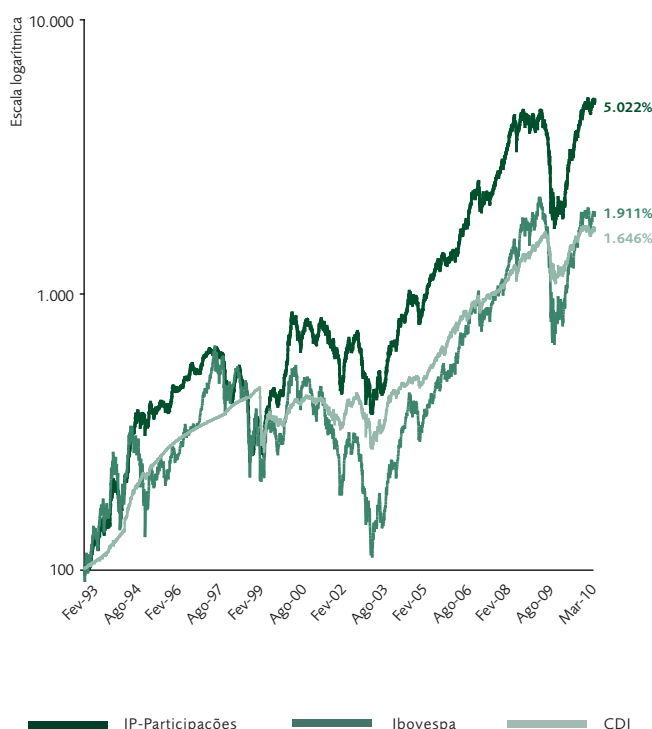
Hoje podemos dizer que Renner continua bem à frente da competição e que as perspectivas de crescimento e melhoria dos retornos do negócio não podem ser melhores. Apesar de realizar parte dos lucros ao longo da grande alta desde o auge da crise (a ação subiu de R\$ 12,85, em 20 de fevereiro de 2009, para R\$ 40,80, em 31 de março de 2010), quando "enchemos o balde", LREN ainda é uma das posições *top-5* do IP-Participações.

PARA SE PENSAR

O cientista político italiano Antonio Gramsci foi, como se sabe, um grande pensador. Suas convicções marxistas não invalidam uma série de suas ideias e observações. Uma de suas elucubrações está na relevância do poder hegemônico exercido através da ideologia e cultura, onde os valores da burguesia tornam-se "senso comum". Todos passam a identificar-se com este senso comum, ajudando a manter o *status quo*. Embora evidentemente Gramsci estivesse referindo-se à luta de classes entre proletariado e burguesia, será que a mesma não foi substituída pela (ou pelo menos não é comparável à) atual situação entre os *big shots* da América corporativa (incluindo, claro, os grandes bancos) e o "resto", incluindo-se aí a grande maioria de investidores? Ou aos governantes versus governados em geral?



PERFORMANCE – IP-PARTICIPAÇÕES



Rentabilidade (R\$)	IP-Participações FIA	Ibovespa ⁽¹⁾	CDI
Março 10	1,99%	5,82%	0,76%
Fevereiro 10	2,30%	1,68%	0,59%
Janeiro 10	-0,82%	-4,65%	0,66%
Dezembro 09	4,75%	2,30%	0,72%
Novembro 09	7,94%	8,88%	0,66%
Outubro 09	2,57%	0,09%	0,69%
Setembro 09	5,10%	8,90%	0,69%
Agosto 09	3,54%	3,15%	0,69%
Julho 09	10,10%	6,41%	0,78%
Junho 09	-1,28%	-3,26%	0,75%
Maio 09	8,45%	12,49%	0,77%
Abril 09	20,08%	15,55%	0,84%
2010 (YTD)	3,48%	2,60%	2,02%
2009	87,41%	82,66%	9,88%
2008	-40,61%	-41,25%	12,38%
2007	33,72%	43,68%	11,82%
2006	40,12%	33,73%	15,03%
2005	19,00%	27,06%	19,00%
2004	30,00%	17,74%	16,17%
2003	60,62%	97,10%	23,25%
2002	9,01%	-17,80%	19,11%
2001	10,39%	-9,79%	17,29%
12 meses	84,86%	71,95%	8,95%
60 meses	155,92%	164,82%	85,08%
Desde 26/02/93 em US\$	5021,73%	1911,00%	1645,90%
Retorno anualizado em US\$	26,11%	19,35%	18,36%

(1) Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, estes fundos deixaram de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passaram a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento. Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 187.167

CARACTERÍSTICAS DA PARCELA EM AÇÕES

	% Parcela em ações
Ativos Internacionais	13%
Ativos que participam do Ibovespa	32%
Small Caps (menor que US\$ 1bi)	31%
Mid Caps (entre US\$ 1bi e US\$ 3bi)	29%
Large Caps (maior que US\$ 3bi)	40%

FUNDO

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

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Aplicação mínima inicial: R\$ 100.000,00 (cem mil reais).
Aplicação máxima inicial: Não há.
Valor mínimo para movimentação: R\$ 20.000,00 (vinte mil reais).
Saldo mínimo de permanência: R\$ 100.000,00 (cem mil reais).
Limites de movimentação para funcionários/administradores da GESTORA:
Aplicação mínima inicial: R\$ 1.000,00 (hum mil reais).
Aplicação máxima inicial: Não há.
Valor mínimo para movimentação: R\$ 1.000,00 (hum mil reais).
Saldo mínimo de permanência: R\$ 1.000,00 (hum mil reais).
Prazo de carência: Não há.
Horário limite para movimentações: 14:00 h
Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag 2856-8 – cc 585.788-0 IP-Participações FI em Ações – CNPJ 29.544.764/0001-20
Conversão de cotas na aplicação: D + 1 da disponibilidade dos recursos

CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
5 Maiores	41,5%	1,84%
5 Seguintes	18,9%	-0,01%
Outras	19,1%	0,16%
Caixa	20,5%	0,00%

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

Resgate:

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

Taxa de administração:

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

Taxa de performance:

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

Tributação:

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

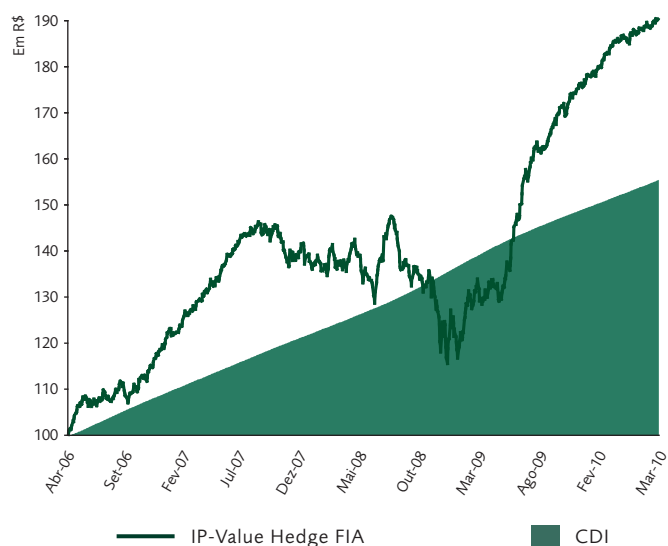
Categoria ANBID: Ações Livre

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda. Tel: (21) 2104 0506/ Fax: (21) 2104 0561 www.investidorprofissional.com.br/faleconosco@invprof.com.br **Administrador e Distribuidor:** BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A CNPJ:02.201.501/0001-61 Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, CEP 20030-905 Tel: (21) 3974 4600 / Fax: (21) 3974 4501 / www.bnymellon.com.br/sf **Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC):** Fale conosco no endereço <http://www.bnymellon.com.br/sf> ou no telefone (21) 3974 4600 **Ouidoria:** no endereço www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone 0800 7253219 **Custodiante:** Banco Bradesco S.A. **Auditor:** KPMG

PERFORMANCE – IP-VALUE HEDGE FIA

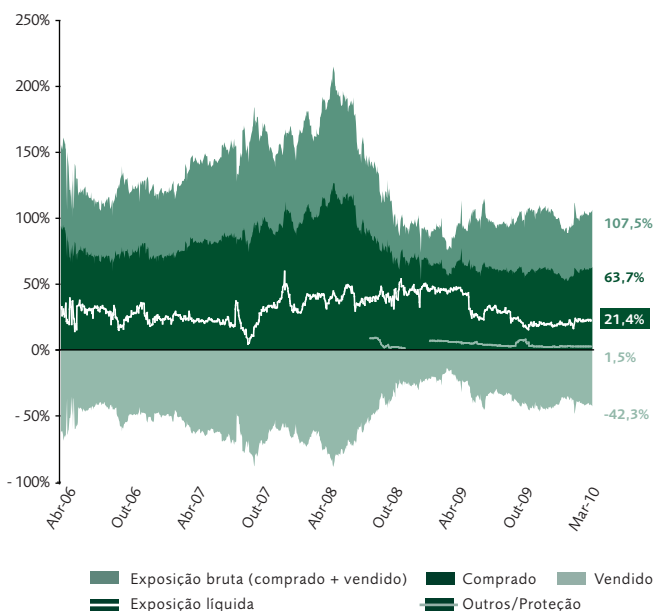
IP-VALUE HEDGE FIA x CDI



Rentabilidade (R\$)	IP-Value Hedge	CDI	%CDI
Março 10	0,83%	0,76%	109,36%
Fevereiro 10	0,37%	0,59%	62,67%
Janeiro 10	0,73%	0,66%	111,34%
Dezembro 09	2,12%	0,72%	292,36%
Novembro 09	2,08%	0,66%	314,98%
Outubro 09	1,12%	0,69%	161,83%
Setembro 09	1,80%	0,69%	259,74%
Agosto 09	1,70%	0,69%	245,28%
Julho 09	4,73%	0,78%	603,78%
Junho 09	0,64%	0,75%	85,33%
Mai 09	5,23%	0,77%	681,68%
Abril 09	12,67%	0,84%	1516,04%
2010 (YTD)	1,94%	2,02%	96,18%
2009	44,59%	9,88%	451,44%
2008	-5,81%	12,38%	-
2007	12,02%	11,82%	101,74%
2006 ⁽¹⁾	22,16%	10,36%	213,86%
12 meses	39,00%	8,95%	435,80%
Desde 05/04/2006 ⁽¹⁾	89,99%	55,46%	162,27%
Volatilidade Histórica	10,13%	0,11%	

(1) Início do Fundo em 05/04/06
Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 90.935

EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



ESTATÍSTICAS DE DESEMPENHO

Retorno Médio Mensal	1,41%	
Maior Retorno mensal	12,67%	
Menor Retorno Mensal	-6,32%	
Meses Positivos	35	73%
Meses Negativos	13	27%
Total	48	100%
Últimos 6 meses	7,45%	
Últimos 12 meses	39,00%	
Últimos 18 meses	47,40%	
Últimos 24 meses	41,17%	

EXPOSIÇÃO POR ESTRATÉGIA

Estratégia	# trades	Exponção Bruta	% Exponção Bruta
Arbitragem	9	38,0	35,4%
Direcional Long	25	44,9	41,7%
Direcional Short	18	23,2	21,6%
Long/Short	0	0,0	0,0%
Outros/ Proteção	2	1,5	1,4%
Total	54	107,5	100,0%

CONTRIBUIÇÕES PARA O RESULTADO DO MÊS

Estratégia	%
Arbitragem	0,01
Eventos Corporativos	0,00
Direcional	0,52
Long/Short	0,00
Caixa	0,28
Outros / Proteção	0,02
Total	0,83

EXPOSIÇÃO POR MARKET CAP*

Capitalização**	# empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Small	9	10,6	10,0%
Middle	8	12,4	11,7%
Large	23	72,0	67,9%
Índices	2	11,0	10,3%
Total	42	106,1	100,0

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

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

FUNDO

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

OBJETIVO

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

ESTRATÉGIA

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

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

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

PÚBLICO ALVO

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

CATEGORIA ANBID

Ações Livre com Alavancagem

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Limites de movimentação:

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

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

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

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

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

EXPOSIÇÃO POR SETOR*

Setor	# empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Alimento, Bebida e Tabaco	3	6,4	6,0
Automóveis e auto-peças	1	0,9	0,9
Bancos	4	24,7	23,3
Energia Elétrica e Saneamento	7	15,0	14,1
Imobiliário	5	2,9	2,7
Índices	2	10,9	10,3
Materiais Básicos	4	11,1	10,4
Mídia (Editora)	1	2,0	1,8
Outros	1	0,8	0,7
Petróleo	1	7,5	7,0
Seguros	2	5,5	5,2
Serviços	2	5,0	4,7
Serviços Hospitalares	2	5,3	5,0
Serviços Financeiros	2	4,0	3,8
Transporte e Logística	4	2,9	2,7
Varejo	1	1,3	1,3
Total	42	106,1	100,0

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

Aplicação máxima inicial: Não há.

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

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

Prazo de carência: Não há. Horário limite para movimentações: 14:00 h
Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag. 2856-8 – cc. 586.164-0
IP-Value Hedge FIA – CNPJ 05.936.530/0001-60

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

Resgate programado:

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

Taxa de administração:

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

Taxa de performance:

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

Tributação:

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

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

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

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

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM

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

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

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

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

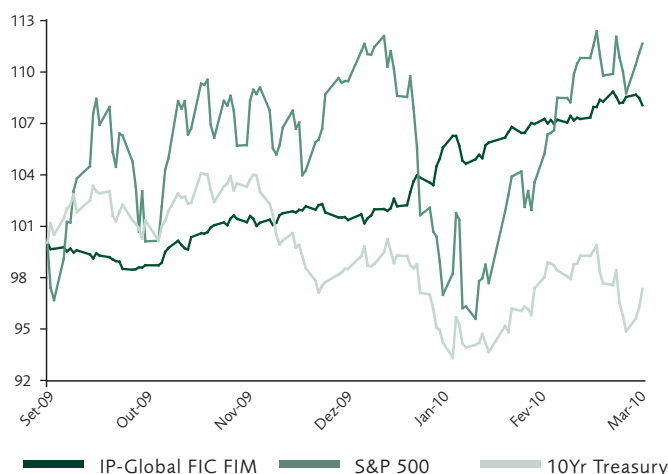
Ouvidoria: no endereço www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone 0800 7253219

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

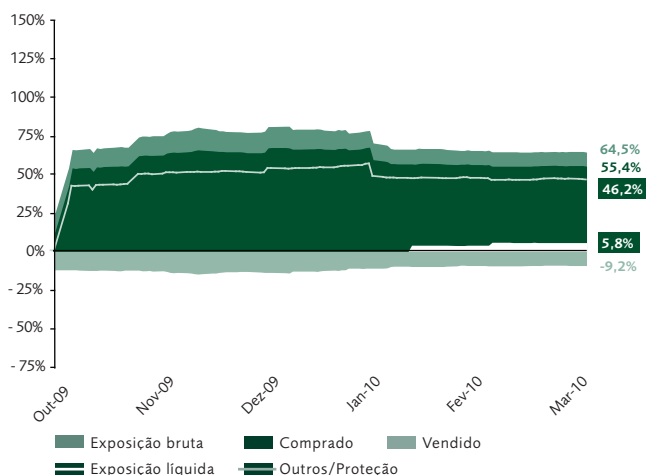
Auditor: KPMG

PERFORMANCE – IP-GLOBAL FIC FIM

PERFORMANCE



EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA*



*Dados a partir de 31/10/09

FUNDO

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

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: Não há.

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

Prazo de carência: Não há.

Horário limite para movimentações: 14:00 h

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

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

Resgate:

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



Rentabilidade (R\$)	IP-Global FIC FIM	S&P 500	10 Yr Treasury
Março 10	1,01%	7,82%	-0,02%
Fevereiro 10	1,31%	6,73%	3,35%
Janeiro 10	4,15%	-11,37%	-4,37%
Dezembro 09	0,13%	3,52%	-4,63%
Novembro 09	2,54%	5,60%	1,93%
Outubro 09	-1,33%	0,06%	1,29%
2010 (YTD)	6,58%	2,00%	-1,19%
2009 ⁽¹⁾	1,31%	9,38%	-1,53%
Desde 30/09/2009 ⁽¹⁾	7,98%	11,57%	-2,70%

(1) Início do Fundo em 30/9/2009

CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
5 Maiores	34,4%	0,89%
5 Seguintes	17,6%	-0,12%
Outros	-0,1%	-0,10%
Caixa	48,1%	0,34%
Total	100%	1,01%

CONCENTRAÇÃO POR ESTRATÉGIA

	% Carteira	Contribuição Mensal
Direcional Long	55,4%	0,94%
Direcional Short	-9,2%	-0,12%
Caixa	48,1%	0,34%
Outros/ Proteção	5,8%	-0,15%
Total	100%	1,01%

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

Taxa de administração:

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

Taxa de performance:

- 20% sobre o ganho que exceder o IGP-M + 6% aa. Com marca d'água.
- Apurada diariamente e paga semestralmente.

Tributação:

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

Classificação ANBID: 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, CEP 20030-905 Tel: (21) 3974 4600 / Fax: (21) 3974 4501 / www.bnymellon.com.br/sf **Serviço de Atendimento ao Cliente (SAC):** Fale conosco no endereço <http://www.bnymellon.com.br/sf> ou no telefone (21) 3974 4600 **Ouvidoria:** no endereço www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone 0800 7253219 **Custodiante:** Banco Bradesco S.A. **Auditor:** KPMG

ALEATÓRIAS

"O problema do socialismo é que eventualmente o dinheiro dos outros acaba." — Margaret Thatcher

"Se você quer saber onde será a próxima crise, procure onde está se criando alavancagem hoje. E em nenhum lugar está se criando tanta alavancagem como nos balanços das nações. O que está acontecendo é uma experiência nunca antes tentada." – Martin Barnes

"A melhor maneira de pensar sobre investimentos é estar sozinho numa sala e simplesmente pensar (...) O que você deve procurar é alguma maneira de ter uma boa ideia por ano. (...) Wall Street ganha seu dinheiro com atividade. Você ganha com inatividade." – Warren Buffett

Seguem alguns *quotes* do sempre interessante relatório de Seth Klarman sobre o que deveria ter sido aprendido na crise de 2008, com os quais concordamos 100%:

- *"Nowhere does it say that investors should strive to make every last dollar of potential profit; consideration of risk must never take a backseat to return."*
- *"Risk is not inherent in an investment...Do not trust financial market risk models. Reality is always too complex to be accurately modeled. Attention to risk must be a 24/7/365 obsession, with people – not computers – assessing and reassessing the risk environment in real time. Despite the predilection of some analysts to model the financial markets using sophisticated mathematics, the markets are governed by behavioral science, not physical science."*
- *"Do not accept principal risk while investing short-term cash: the greedy effort to earn a few extra basis points of yield inevitably leads to the incurrence of greater risk, which increases the likelihood of losses and severe illiquidity at precisely the moment when cash is needed to cover expenses, to meet commitments, or to make compelling long-term investments."*
- *"A broad and flexible investment approach is essential during a crisis. Opportunities can be vast, ephemeral, and dispersed through various sectors and markets. Rigid silos can be an enormous disadvantage at such times."*
- *"Be sure that you are well compensated for illiquidity – especially illiquidity without control – because it can create particularly high opportunity costs."*
- *"Having clients with a long-term orientation is crucial. Nothing else is as important to the success of an investment firm."*
- *"To not only learn but also effectively implement investment lessons requires a disciplined, often contrary, and long-term-oriented investment approach. It requires a resolute focus on risk aversion rather than on maximizing immediate returns, as well as an understanding of history, a sense of financial market cycles, and, at times, extraordinary patience."*

"Só os paranóicos sobrevivem." – Andy Grove



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