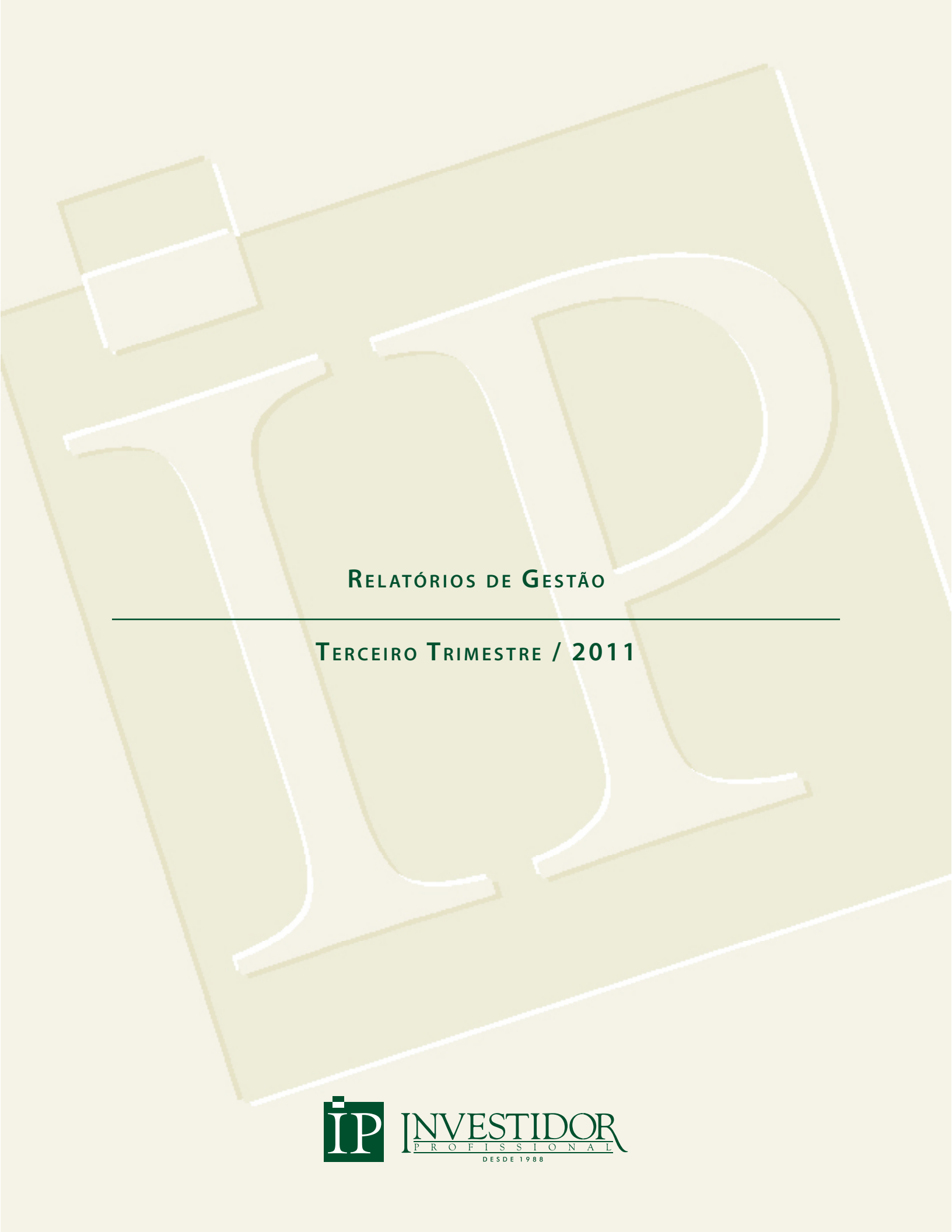




RELATÓRIOS DE GESTÃO

TERCEIRO TRIMESTRE / 2011

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Investidor Profissional, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Nos fundos geridos pela Investidor Profissional a data de conversão de cotas é diversa da data de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Os fundos geridos pela Investidor Profissional utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. A Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação accidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material. A IP-Global Class do IP Investment Fund, Ltd. não destina-se a investidores residentes no Brasil. As cotas do IP Brazil Fund SPC e do IP Investment Fund, Ltd. não são registradas na CVM e não podem ser oferecidas, distribuídas, resgatadas ou transferidas no Brasil.

ÍNDICE

Ruy Mendes Gonçalves	2
IP-Participações	3
IP-Value Hedge	6
IP-Global	9
PIPA - 2011	18
Performance	20
Informe IP-Participações	20
Informe IP-Value Hedge	21
Informe IP-Global	23
Aleatórias	24

Certamente a notícia mais triste e que mais nos abalou no trimestre foi o falecimento do grande Ruy, amigo, sócio e executivo de longa data da Saraiva, mas acima de tudo, ídolo. Num mundo repleto de banqueirinhos engomados que enfiam *Collateralized Debt Obligations - Squared* “sem risco” em clientes desavisados, o Ruy era um exemplo de autenticidade, transparência, simplicidade, ética e competência. Ao longo das quase duas décadas em que tivemos o prazer e o privilégio de conviver com o Grande Ruy, tudo que ele disse que ia fazer, fez.

O melhor investimento e controle de risco é escolher as pessoas com quem se lida. Ruy era um verdadeiro “triple A”.

Para quem quiser conhecê-lo, inspirar-se e usá-lo como exemplo de formação, recomendamos nosso *post* no Buysiders.com¹ e as seguintes fontes:

1- <http://www.estantevirtual.com.br/praxislivros/Ruy-Mendes-Goncalves-A-Espinha-Que-Ninguem-Verga-o-Manife-29042218> (*out-of-print* de um livro que escreveu muitas luas atrás).

2- Os seguintes livros infantis, que recomendamos:

- <http://www.estantevirtual.com.br/abaporulivros/Ruy-Gentileza-Nair-de-Medeiros-Barbosa-O-Gol-da-Vitoria-Novo-42433942>
- <http://www.estantevirtual.com.br/sebocapricho/Gentileza-Ruy-e-Nair-de-Medeiros-Barbosa-Os-Dias-Felizes-de-Pagu-46990113>
- <http://www.estantevirtual.com.br/estantepopular/Ruy-Gentileza-Nair-de-Medeiros-Barbosa-O-Sonho-de-Beto-46149729>

¹ <http://blog-pt.investidorprofissional.com.br/2011/09/05/ruy-mendes-goncalves/>

No momento atual, estamos passando por um “vácuo de liderança global”, em que países, entidades nacionais e supranacionais agem como “mágicos locais” tentando tirar coelhos da cartola ao invés de perseguir soluções de caráter estrutural, de elevado custo político e social que necessariamente abrangem questões como soberania, restrições de política monetária e fiscal, câmbio, previdência, emprego, marcos regulatórios etc. Enquanto não desponta no horizonte a expectativa de soluções de fato efetivas, o mundo e os mercados oscilam ao sabor das notícias, na expectativa de que o pior ainda está por vir.

Os recursos que temos para ajustar a nossa carteira a esse cenário de incertezas (lembrando que nos interessa olhar *top down* apenas para aferirmos uma parcela importante dos riscos, mas *bottom up* para tomarmos a decisão de fato de comprar ou vender ativos) são bastante simples:

- preservar o caixa em níveis confortáveis;
- usufruir dos 10% de “espaço internacional¹” comprando ativos de empresas sólidas, diversificadas e líquidas via investimento no IP-Global; e
- manter o nosso passivo sempre alinhado (uma base de investidores sofisticados, alinhados, com horizonte de longo prazo) para que possamos exercer nosso mandato com toda a paciência e disciplina que o momento requer, exigindo ainda mais margem de segurança qualitativa (riscos) e quantitativa (preço).

Ao longo de um par de anos nebulosos, confusos, apenas fizemos o que dissemos que iríamos fazer: levantamos caixa e aguardamos, puxando o gatilho apenas seletivamente, esperando os bons negócios bem geridos e com boa governança virem ao nosso encontro, caírem na nossa rede com preços atraentes.

Nos momentos de crise e volatilidade, muitos investidores com horizontes de investimento mais curtos ficam ansiosos e receosos, se desesperam, reagem e intervêm demais nas próprias carteiras. Pensam e repensam suas estratégias e torturam-se demais com os resultados de curto prazo.

Nossa filosofia de investimentos, que é simples, só nos incentiva a sentar no caixa, a privilegiar a liquidez e a continuar nos preparando: pesquisando, refletindo, revisitando nossas verdades e “passando” a nossa vez a cada rodada, esperando apenas pelos poucos investimentos que realmente configurem excelentes oportunidades.

GESTÃO

A variação no preço de mercado das posições do Fundo IP-Participações no 3º trimestre de 2011 foi de -3,7% em reais, líquida de todos os custos, e -7,1% no ano. Desde o início da gestão pela Investidor Profissional, em 1993, o Fundo acumula valorização de 5.316,2% em dólares (24,1% ao ano), sempre líquida de todos os custos.

As principais contribuições positivas para a carteira no período foram, na ordem: a posição comprada em 10% do fundo IP-Global, Brasil Foods, Totvs, Redecard e AmBev, enquanto que as negativas foram Itaúsa, Porto Seguro e Saraiva.

Nossas principais compras no período foram Natura, Itaúsa e Dasa, seguidas por ajustes em Totvs. As principais vendas: ajustes no tamanho das posições em Ambev e Brasil Foods, que do ponto de vista relativo tiveram desempenho bastante positivo e, na ótica de gestão tática da carteira, acabaram funcionando parcialmente como fonte de recursos para a compra marginal de ativos que nos pareceram exibir distorções de preço vs. valor mais atraentes.

¹ fundos de ações locais, como o IP-Participações, podem investir até 10% de seu patrimônio em ativos internacionais.

Nossa alocação em ativos globais se manteve próxima do limite regulatório de 10%, tendo contribuído 1,3% para a performance do Fundo no período. Para mais detalhes sobre o IP-Global, ver pág. 9.

Ao longo do trimestre, reduzimos mais um pouco a nossa posição de caixa - ou seja, procuramos aproveitar a queda de preços de alguns ativos selecionados, o que resultou em um aumento da nossa exposição a ações. Paralelamente, reduzimos em cerca de 40% nossa exposição direcional em dólares (que no início do trimestre equivalia a cerca de 90% dos 10% comprados em ações de empresas estrangeiras através do Fundo IP-Global) - após termos nos beneficiado da significativa apreciação da moeda frente ao real no período.

Continuamos avançando em nossos esforços de pesquisa e alocamos bastante tempo em nossas posições menos líquidas: Dimed (rede de farmácias e distribuidora de medicamentos) e Saraiva (nossa velha conhecida que atua nos segmentos de editora e varejo, este último através de sua rede de livrarias e operação *online*), procurando contribuir do ponto de vista estratégico e de alocação de capital, ao mesmo tempo em que fortalecemos ainda mais o nosso relacionamento com as empresas.

É razoável esperar que, dado a nossa predileção por bons modelos de negócio com os quais temos familiaridade e experiência, nossa carteira de ativos brasileiros apresente, via de regra, um certo viés pró “economia doméstica”. A composição do nosso portfólio reflete fortemente esse nosso hábito.

E mais: somos reincidentes inveterados - iniciamos no trimestre duas novas posições “expostas a consumo doméstico”: Natura (cosméticos) e Dasa (saúde), aproveitando a oportunidade trazida pelos receios de mercado de ordem macro (desaceleração econômica, endividamento do consumidor, espectro da inflação, fluxo de investimento estrangeiro etc.) e micro (em Natura, maior competição, maturidade do modelo, desafios logísticos e de execução; em Dasa, questões de governança, nova gestão e modelo de negócio).

Conforme descrevemos em outras ocasiões,

procuramos investir preferencialmente em empresas que são capazes de auferir não apenas retornos consistentemente elevados, mas também de reinvestir, reempregar recorrentemente o seu capital a taxas de retorno substancialmente superiores ao seu custo de capital. São as “*compounding machines*”.

Alternativamente, procuramos investir em ações de “*cash machines*”, empresas que possuem modelos de negócio (e posições dominantes na cadeia de valor de seus setores de atuação) que as permitam gerar muito caixa com baixíssimo investimento total e marginal.

Esse tipo de investimento faz sentido desde que, é claro, o caixa excedente seja consistentemente bem aplicado, retornando para os acionistas sob a forma de dividendos ou recompras de ações a preços atraentes. Usos alternativos desse caixa, em fusões e aquisições de larga escala, novas linhas de negócio complementares etc., até podem, mas não costumam criar valor para os acionistas. Em geral são empregos de capital cuja execução é exponencialmente mais difícil do que simplesmente retornar o dinheiro para os acionistas. A seguir comentaremos sobre um dos exemplos mais emblemáticos de uma “*cash machine*”.

NATURA

A empresa é até hoje uma verdadeira máquina de “dividendos crescentes”. Suas margens são altíssimas, enquanto a necessidade de investimento adicional que o negócio demanda para gerar lucro (e caixa) marginal é baixíssima com relação à sua receita.

Trata-se de uma empresa exemplar, líder responsável de sua cadeia de abastecimento; uma marca poderosa com apelo *premium* (e margens idem), que navega por quase todos os segmentos de um país gigante onde mais se consome cosméticos *per capita* no planeta, especialmente se ajustado por renda.

Sob uma ótica menos óbvia, porém não menos importante, vale notar que, em função de um legado singular de ordem tributária, logística, cambial e inflacionária, a Natura não é apenas uma empresa de bens de consumo, mas também de “infraestrutura”. No

Brasil, os canais de distribuição tradicionais e formais de cosméticos (lojas de departamentos, perfumarias especializadas, lojas de desconto, supermercados, drogarias etc.), tão fortes e predominantes nos países desenvolvidos, são ainda incipientes, absolutamente sub e desestruturados. Por aqui não há Macy's, Sephora, Wal-Mart e CVS empurrando de um lado, enquanto Maybeline, Olay e L'Oréal, ou então Clarins, Clinique, Estée Lauder e Lancôme empurram de outro. Resultado: ao construir e nutrir com altíssima qualidade o seu próprio canal de vendas, ao mesmo tempo em que se posicionava junto à consumidora final com produtos e marca aspiracionais em um contexto em que as gigantes de cosméticos *premium* internacionais (com imagem, tecnologia e pesquisa "superiores") não tinham como ganhar escala no país, a empresa conseguiu inventar um nicho amplo (da empregada doméstica à madame) e se apropriar de grande parte do valor criado por ela.

Com suas mais de 1,3 milhão de revendedoras, pode-se dizer que a Natura é uma provedora de "infraestrutura comercial" para empreendedoras-consumidoras, e mais eficiente em termos de capilaridade, densidade e nível de serviço que uma rede de lojas ou um shopping center.

O controle e o manejo hábil do seu canal de distribuição é uma das chaves do sucesso em termos absolutos e relativos da Natura.

O mercado questiona - e faz sentido - a longevidade do modelo de vendas diretas, observando as curvas de crescimento "pouco inclinadas" em seus mercados mais maduros de empresas como a Avon, Mary Kay, ou até da sueca Oriflame (e perpetuando a desaceleração recente do setor no Brasil). Vale notar a dificuldade de replicar de forma lucrativa este modelo na América Latina, com o inegável aumento de competição no Brasil, que desta vez não se dá em função da rival Avon, mas que é fruto (i) do crescimento dos canais formais e alternativos, (ii) da entrada mais estruturada de concorrentes de peso e de nicho (apoiada por fortes investimentos em mídia), e (iii) do sucesso de modelos terceiro-mundistas alternativos como o de

franquias da Boticário. Enfim, é preciso considerar os desafios logísticos e de execução da própria empresa diante de sua intenção de continuar expandindo o canal, de aprofundar suas ofertas nas suas categorias (a Natura não vende esmaltes, por exemplo), de endereçar novas categorias, de explorar novos públicos e de caminhar ainda mais na regionalização.

Em nossa visão, a empresa tem várias alavancas de criação de valor (volume, preço/*mix*, margens e giro), fora a sua flexibilidade de balanço, que mais do que compensam esses riscos e "fatos". Mais importante: algumas das barreiras à entrada que protegem seus retornos elevados, como canal e marca, precisam ser "regadas" regularmente com incentivos, relacionamento, marketing e inovação - e a empresa está bem posicionada para isso. Outras, como as causas que vão perpetuar a ausência de um mercado *premium* com alguma escala no país, são bem mais estruturais, e difíceis de serem endereçadas em um horizonte de tempo razoável. Por fim, empresas que são máquinas de geração de caixa tendem a não dar muita atenção a seus custos em momentos de forte crescimento orgânico "espontâneo". Quando fazem um pouco de esforço nos momentos ditos "críticos" e após um período de maior dificuldade, o crescimento é retomado sobre uma nova base de custos, a alavancagem operacional aparece e o efeito de cada real de receita sobre o lucro acaba sendo desproporcionalmente maior.

A variação no preço de mercado dos investimentos do IP-Value Hedge foi de 1,4% no 3º trimestre e 6,3% no ano. Desde o início do Fundo em 2006, o mesmo acumula rentabilidade de 124,5% (153,5% do CDI), sempre líquida de todos os custos.

O Fundo encerrou o trimestre com posições compradas equivalentes a 56,4% do seu patrimônio líquido, enquanto as posições vendidas representavam 17,2%. Operações de arbitragem adicionavam 13,1% para as posições compradas e 13,1% para posições vendidas. Além disso, possuíamos 7,9% de exposição em outras operações para proteção da carteira. A exposição líquida em ações do IP-Value Hedge aumentou para 39,2%. A exposição bruta fechou o trimestre em 107,7% do patrimônio líquido.

“Será que ao longo do tempo os investidores realmente alternam entre momentos em que há “ótima visibilidade” e “péssima visibilidade”? Ou será que isso é uma ilusão da mente humana e na realidade os investidores alternam momentos em que acham que há uma maior ou menor visibilidade? Acreditamos que a segunda alternativa é a que melhor descreve a realidade: o futuro é incerto por natureza e o que varia é a nossa percepção sobre o mesmo” – Relatório de Gestão IP-Value Hedge do 2º trimestre 2010.

A estratégia de esperar pacientemente por preços realmente atraentes e oportunidades pontuais para se fazer investimentos relevantes sempre se mostrou vencedora. Ter a disciplina para executar isto é que sempre se colocou como um desafio para a maioria dos investidores mundo a fora. Seja pela crise/desaceleração nos EUA/Europa ou inflação doméstica, o fato é que para nossa enorme felicidade o mercado recentemente voltou a encarar o futuro um pouco mais próximo de como ele realmente é: incerto.

O índice Ibovespa acumula uma queda no ano de 24,5% no fechamento desse 3º trimestre. Pior, para os investidores estrangeiros que internaram recursos no Brasil com o dólar por volta de 1,65, a queda em dólares do Ibovespa já chega a 34%. Estes devem estar se lembrando da capa de novembro de 2009 da revista The Economist que estampava o Cristo Redentor subindo como um foguete e lia-se *“Brazil takes off”*. De lá para cá o Ibovespa acumula queda de 25,2% em dólares e 18,8% em reais. Claro que ao longo do tempo essas perdas serão revertidas, porém, como tão importante como aprender com os nossos próprios erros é aprender com os erros dos outros, vale a nota. O que houve de errado? Nas palavras de Buffett: *“You pay a very high price for a cheery consensus”*.

Mudando o foco para a performance do Fundo, uma dúvida pertinente que o leitor-cotista pode ter atualmente é se a equipe de investimentos da Investidor Profissional está feliz com a performance do IP-Value Hedge no ano. Para responder a isto, é interessante calcular qual seria a rentabilidade de um fundo hipotético com a estrutura do IP-Value Hedge, porém sem o *stock-picking* e proteções específicas do Fundo.

Um fundo que mantivesse uma exposição comprada de aproximadamente 34% ao longo do ano - como o IP-Value Hedge - em Ibovespa, aplicando o saldo do patrimônio (66%) a CDI e incorrendo em taxa de administração de 2% ao ano (pró-rata) deveria ter acumulado um resultado no ano ao final do 3º trimestre de aproximadamente -4,1%¹. Se, na conta acima, ao invés de utilizar a rentabilidade do Ibovespa para a exposição comprada utilizássemos um fundo que tenha tido um resultado negativo de apenas -10%, o nosso fundo hipotético teria acumulado um

¹ Não levando em consideração outros custos como corretagem, taxas de aluguéis, auditoria etc.

resultado de 0,8% no ano. O IP-Value Hedge fechou o trimestre com um resultado acumulado no ano de 6,3%, o que representa um diferencial de +10,4% e +5,5% para os fundos hipotéticos acima citados.

Dessa forma, se por um lado sem dúvida estaríamos mais felizes se estivéssemos acima do CDI no ano, por outro estamos felizes com a performance conseguida este ano mediante as condições de mercado. O que nos deixa extremamente satisfeitos, no entanto, é ver que estamos conseguindo manter uma rentabilidade próxima ao CDI ao mesmo tempo em que plantamos já há alguns trimestres diversas sementes que poderão proporcionar uma performance futura muito satisfatória. Como já brincamos no passado, definitivamente estamos “armando a catraca” nesses últimos meses.

Um dos exemplos disto é nosso investimento em Itaúsa, em que aumentamos no último trimestre o número de ações que possuímos da empresa em aproximadamente 50% - sempre mantendo o tamanho da posição dentro de algo que consideramos compatível com os objetivos do Fundo. Já comentamos sobre esse investimento no passado e outros relatórios muito bem escritos recentemente por outras gestoras de recursos também abordaram este caso. De qualquer forma, vale a pena alguns comentários rápidos.

A reação dos participantes do mercado durante esse ano ao aumento da inadimplência e a uma possível bolha de crédito nos parece exagerada. Como foi muito bem lembrado durante a divulgação do resultado do Banco Itaú, a carteira de micro e pequenas empresas, que mostrava uma deterioração localizada desde final de 2010, além de não ter tamanho relevante a ponto de comprometer todo o resto, possui prazos curtos que variam geralmente entre 4 e 8 meses. O problema já vem sendo atacado desde o início do ano e a “safra” de novos empréstimos gerados neste segmento em 2011 já foi concedida sob parâmetros mais restritos e com *spreads* maiores.

Devido ao prazo curto destes empréstimos e, por já estarmos em outubro, a tendência é que os impactos que ainda não foram absorvidos pelos resultados sejam sentidos nos próximos trimestres. Até o momento os níveis de inadimplência total se mostram comportados e as perspectivas do *management* são de uma piora que, embora indesejável, parece fazer parte de um ciclo normal dos negócios. Além disso, os grandes bancos brasileiros sempre trabalharam com índices de cobertura – um “colchão” de amortecimento – da ordem de 1,8x o saldo de operações vencidas há mais de 90 dias.

Os aumentos de provisão de créditos de liquidação duvidosa provavelmente somarão alguns poucos bilhões de reais, o que beira a irrelevância para um banco cujo valor de mercado no início do ano era de mais de R\$ 170 bilhões. O aumento acumulado dessas provisões no 1º semestre de 2011 foi de pouco menos de R\$ 2 bilhões e, mesmo assim, o banco Itaú lucrou R\$ 7 bilhões no período, pouco mais de 7% a mais que no mesmo período em 2010. A resposta dos investidores? O banco perdeu mais de R\$ 43 bilhões de valor de mercado. Por mais que possamos ver no futuro um aumento de inadimplência em outros segmentos da carteira de crédito e por mais que sempre existam ajustes a serem feitos - como em qualquer outra empresa - nos parece muito pouco provável que algo justifique tamanha queda nas cotações do banco. Aliás, cabe aqui uma pergunta: se houvesse uma deterioração generalizada nas carteiras de crédito dos grandes bancos brasileiros, será que as operações de crédito das varejistas - que em alguns casos contribuem de forma relevante para seus resultados - não sofrerão **nada**? Porque a julgar pelo otimismo embutido nos *valuations* recentes de algumas destas empresas nos parece haver pouca margem para maiores deslizes.

Assim como Itaúsa, tivemos a oportunidade não só de aumentar algumas de nossas outras posições (Totvs, Porto Seguro, Berkshire Hathaway

e Microsoft)², como também de realizar novos investimentos de tamanhos ainda pequenos/médios (Natura, 3M, Dasa e Duratex). Pela boa performance e consequente menor atratividade no relativo, reduzimos ligeiramente nossos investimentos em Brasil Foods e Amil, enquanto zeramos nossa exposição líquida a Ambev – ficando só com o *spread* ON vs. PN. Vale ressaltar ainda a venda de *calls* que fizemos para algumas de nossas posições *offshore* após boa performance recente (Berkshire Hathaway, Microsoft e Cisco). É uma operação ganha-ganha que fazemos tanto com posições locais como *offshore*: se as ações sobem somos exercidos e entregamos uma parte da posição, porém continuamos com lotes relevantes, e se caem, já estão negociando a preços tão interessantes que ficamos felizes da mesma forma por podermos comprar mais – e ainda embolsamos alguns trocados.

No agregado podemos dizer que estamos cada vez mais felizes com nossos investimentos. Claro que não temos controle algum sobre a cota do Fundo no curto prazo, mas para nós são claras as boas perspectivas de médio prazo dos nossos investimentos. Nossas principais posições são: Itaúsa, Bradesco ON, Anheuser-Busch Inbev, Porto Seguro, Redecard, Lojas Americanas ON, Berkshire Hathaway, Microsoft, Aliansce, Multiplan, Cisco, Totvs, Natura e Johnson & Johnson. Comparar a qualidade e *valuations* dessas empresas com nossas posições vendidas é uma covardia. Com uma lista dessas, no mínimo podemos dizer que nossas posições vendidas vão ter que “suar a camisa” como nunca para que não sejamos muito bem remunerados a médio prazo.

Aproveitando o gancho, em relações aos investimentos *offshore*, temos duas notícias: uma boa e a outra ruim. No relatório passado comentamos que *“com o câmbio no patamar atual (estamos todos ricos em dólares!) e considerando o enorme déficit em transações correntes brasileiro (mais de US\$ 50 bilhões) que vem sendo financiado com o fluxo abundante*

de capitais, voláteis por definição, nos parece fazer sentido aumentar nossa alocação para ativos baratos e de qualidade no exterior”. A notícia ruim é que infelizmente não estamos mais tão ricos assim em dólares – pelo menos por enquanto. A boa notícia é que, à medida que o câmbio subia em setembro, tivemos bons ganhos cambiais e passamos a “travá-los” (ao preço médio de 1,80), ficando então expostos somente às oscilações das cotações das empresas em dólares. Com isso, voltamos a ter um “carrego positivo” entre 8% e 9% ao ano, além do retorno esperado das ações em dólares. Nada mal!

Para finalizar, uma pérola enviada por um amigo, produzida por um banco de investimento estrangeiro a respeito da retirada de OGX de sua lista de “melhores ideias de investimento”: *“nós removemos o papel porque: (i) ele caiu 32% (US\$) nos últimos 4 meses, e teve uma performance 25% abaixo da performance do MSCI Latin America no mesmo período, apesar (ii) do maior preço à vista do petróleo bruto e (iii) financiamento completo da produção de petróleo pelos próximos 12 meses. Portanto, pensamos que hajam melhores oportunidades no setor de energia.”* Não conhecemos praticamente nada sobre a empresa, mas essa lógica nos parece desafiadora!

Um bom final de ano para todos!

² Para maiores detalhes, sobre Berkshire Hathaway e Microsoft, ver relatório sobre o IP-Global, págs 11 e 13, respectivamente.

“10 ANOS DO IP-GLOBAL HOJE É O AMANHÃ DE ONTEM”

Parece que foi ontem que resolvemos começar a colocar em prática e validar os conhecimentos adquiridos em empresas internacionais no processo de pesquisa e *benchmarking* que fazíamos para nossos fundos locais desde o início dos anos 90. Assim como quando começamos a Investidor Profissional há mais de 23 anos para investir em ações no Brasil baseados em uma filosofia de longo prazo, orientada a valor, fomos tidos por muitos como ingênuos, sonhadores e loucos. Olhando sob a ótica de nosso próprio “*business*”, no curto prazo estas opiniões faziam sentido. Mas o amanhã chega e nossos valores sempre incluíram fazer o que faz sentido de longo prazo e o que nos dá prazer. Passados 10 anos, temos BDRs de empresas internacionais listados na Bovespa (ainda sem liquidez) e a possibilidade de fundos locais investirem em ativos no exterior. Em suma, um cenário de fato bem mais globalizado. E mais, de fato acreditamos termos evoluído significativamente nossa qualidade como investidores por termos não só uma visão global, mas uma década de **experiência** neste sentido. E claramente nos divertimos. Fundamental agradecer aqui a todos que acreditaram e nos apoiaram neste sentido.

A oscilação nos preços de mercado das posições do IP-Global no 3º trimestre de 2011 resultou numa variação da cota de 13,3%. Neste trimestre (mais precisamente em 1º de agosto) completaram-se 10 anos de gestão do portfólio global pela Investidor Profissional. Desde seu início a rentabilidade acumulada do portfólio IP-Global para investidores estrangeiros foi de 70,1% em dólares.

No período de 10 anos “cravados”, a rentabilidade do portfólio foi de 81,2% em dólares. No mesmo período, o S&P 500 rendeu 28,3% (*total return*, i.e.

incluindo o reinvestimento dos dividendos), uma aplicação em títulos do tesouro americano de 10 anos rendeu 86,0% (*total return*) e o índice MSCI World 52,9%. Por um lado, somos os primeiros a avaliar que não se trata de uma rentabilidade estelar, nem no absoluto nem no relativo. Porém, não gostaríamos de deixar passar a oportunidade de reforçar o ponto de que é altamente improvável que tenhamos uma rentabilidade verdadeiramente extraordinária, definida como algo da ordem de 20% ao ano, **ao longo de um período de 10 anos** (que implicaria em sextuplicar o patrimônio no período). A história e o bom senso mostram que isso seria altamente improvável dados os níveis de risco que tomamos e continuamos dispostos a tomar. Cabe lembrar que, ao longo destes 10 anos, raramente o Fundo esteve com menos de 20% dos seus recursos aplicados em caixa ou aplicações de renda-fixa de curto prazo, e em vários momentos este percentual foi superior a 50%. A nosso ver, rentabilidade é uma coisa, performance é outra. Com a última, estamos um pouco mais satisfeitos.

RISCO REVISTO PELA ENÉSIMA VEZ

Como já dissemos no passado, não somos os maiores fãs da sopa de letrinhas gregas usadas por muitos para medir risco, assim como também não rezamos pela cartilha de CAPMs, VARs e demais modelos quantitativos formais. A pergunta que sempre estamos tentando responder ao avaliar risco é: “e se estivermos errados, aguentamos as consequências?”. Se tem algo que nos orgulhamos é o fato de sempre termos saído das crises ainda com “bala na agulha”. Como já dissemos em relatórios anteriores: “para chegar em primeiro, primeiro é preciso chegar”...

O rebaixamento dos títulos dos EUA pela S&P e os enésimos problemas de grandes bancos do alto de suas hipocrisias e sistemas supostamente sofisticados e precisos de controle de risco, mais uma vez, trouxeram o assunto à tona. O festival de comentários pitorescos foi memorável. “Títulos que não tinham risco passaram a ter”. Não vemos como fugir da lógica de que se os títulos “passaram” a ter risco, é porque já tinham. Como aliás tudo tem. A “palavrinha mágica” que quase sempre está faltando é “percepção”. Voltamos ao ponto em que mensuração de risco é um daqueles desejos humanos utópicos como a crença em deuses onipresentes, oniscientes e onipotentes que ajudam os bons e punem os maus. Seria ótimo se assim fosse, mas infelizmente nossa vontade cria ilusões, falsas e temporárias sensações de conforto, perigos e manipulações. A despeito de todos os esforços acadêmicos, mantemos nossa crença que risco é um conceito, não um dado quantitativo que possa ser mensurado, sequer retrospectivamente. Confunde-se probabilidade com risco. Como já disse Warren Buffett, o fato de querermos uma resposta não quer dizer que ela exista.

O aspecto positivo, que já foi ressaltado várias vezes, é o fato de ter sido mais um “toque” para ver se os políticos se tocam que estão matando sua galinha dos ovos de ouro (nós, seus súditos...).

Esta é nossa visão: a crise atual, como aliás quase todas, servirá como um evento “purificador dos sistemas”. Duro no curto prazo mas positivo no médio¹.

“O orçamento nacional precisa ser equilibrado. As dívidas públicas devem ser reduzidas, a arrogância das autoridades deve ser moderada e controlada. Os pagamentos a governos estrangeiros devem ser reduzidos se a nação não quiser ir à falência. As pessoas devem novamente aprender a trabalhar em vez de viver por conta pública”.

Marcus Tullius Cícero, Roma, 55 AC.

Por mais graves que sejam as situações fiscais

americana, europeia, japonesa etc., resultados de esquemas falidos de governança, e apesar das possíveis consequências desagradáveis de curto/médio prazo, o passado indica que devemos superá-las. Basta lembrar a situação europeia no pós-guerra, a derrocada da URSS, a China no seu auge Maoista etc.

KISS = “KEEP IT SIMPLE STUPID”

Recentes eventos e revelações vêm trazendo às claras as diversas falhas dos reguladores nos mais diversos mercados. Muitos ainda criticam a falta de leis e regulamentações: ou não têm experiência prática e/ou estão falando baseados em interesses pessoais que contrariam a razão (i.e., são cínicos). Um dos maiores problemas é justamente o excesso das mesmas, que geram uma complexidade que torna a maior parte dos negócios demasiada e desnecessariamente opacos, desde uma relação de emprego a uma transação financeira.

Vivemos sob o entulho de séculos de regras acumuladas, criadas sob as mais variadas circunstâncias e sob os mais diversos interesses. Em muitos casos, ninguém sabe ou consegue entender o que seria permitido ou não, e voltas e mais voltas são dadas para contornar a questão, tornando os processos cada vez mais complexos, improdutivos e incompreensíveis. Está mais do que na hora de preparar um “embaralha e dá de novo”, com foco na simplicidade e com mecanismos que reduzam ao máximo as possibilidades de corrupção e aliciamento das instituições.

CARTEIRA

O trimestre foi bem mais divertido que os últimos. Em vários momentos nos sentimos como uma criança com um vale-presente numa *mega-store* de brinquedos: empolgadíssimos e com a grande ansiedade sendo escolher. Adoramos!

Seguindo nossa estratégia descrita aqui em relatórios

¹ No longo prazo, acreditamos que o aspecto cíclico da natureza humana é (ainda?) extremamente relevante. Este aspecto, combinado com nossa engenhosidade, nos leva a crer que, ao menos para horizontes de tempo na escala humana atual, o futuro econômico e os preços de mercado serão uma linha oscilante crescente - não sincronizadas entre si, *bien entendu*...

passados² desde 2008, à medida em que nossa “cesta-ouro” (ouro propriamente dito e ações de empresas primordialmente de mineração de ouro e que não faziam *hedge* do preço do metal em relação a sua produção) subia de preço e as ações em geral caíam, fizemos uma troca gradual da exposição em ouro para ações.

Ao longo do trimestre fizemos uma venda líquida³ de pouco mais de 20% de nossas posições da cesta-ouro. Aumentamos em 10% nossas posições em Berkshire Hathaway e Anheuser-Busch InBev, 30% a de Thermo-Fisher. No caso de Microsoft, embora tenhamos reduzido a posição em aproximadamente, 15% por termos sido exercidos em algumas *calls* cobertas quando o papel andou pelos US\$ 27 por ação, ela continua sendo nossa maior posição e estamos vendidos em *puts* com preço de exercício de US\$ 25 que estão *at-the-money*. Aliás estas operações ilustram bem uma das táticas que temos usado em algumas posições: a venda de *calls* e *puts* de curto prazo, quando os preços das ações chegam próximos a pontos de aumento ou redução de posição e as volatilidades implícitas estão altas (algo que tem ocorrido com frequência recentemente).

Também contribuíram mais uma vez positivamente operações esporádicas de moedas (íenes vs. dólares e real vs. dólares), em momentos de grande convicção. Cabe ressaltar que estas operações são de natureza esporádica e oportunística, e em nada se comparam em dimensão às feitas por fundos focados em negociar estes ativos. Basicamente ocorrem quando achamos que o mercado nos dá um “tapa na cara”, i.e., quando o privilégio de uma certa distância nos leva a crer que há uma grande distorção. Na mesma linha, estamos montando uma posição *short* em títulos longos pré-fixados do tesouro americano.

O *trade book* também esteve animado com opções em velhas conhecidas como Google, 3M, Johnson &

Johnson. Por fim, como não poderia deixar de ser, começamos a remontar posição nos grande párias do momento: varejistas de material de construção e bancos, sendo destes um nos EUA e o outro nosso bom e velho Itaú (através de Itaúsa), aproveitando não só a queda de suas ações em reais como também a queda do real em relação ao dólar.

BERKSHIRE HATHAWAY

Três pontos interessantes sobre a empresa no trimestre. O primeiro foi a forte alta (chegou a 25% no *intraday*) das ações do Bank of America (seguida de baixas quando o mercado desandou) quando foi anunciado o investimento de US\$ 5 bilhões pela Berkshire em *bonds* e *warrants* emitidos pelo banco. Este é um efeito que já se tornou rotina, e nos faz pensar o quanto o bom velhinho e sua empresa tornaram-se a mais relevante “agência de *rating*” da atualidade. É muito mais seletiva, as opiniões são “dadas” por pessoas bem mais seniores e seus interesses são certamente mais alinhados.

Sob a questão do investimento em si, é bom lembrar que, como na maioria dos casos, se quisermos acessar o mesmo *deal*, temos que fazê-lo (como fazemos) através de ações da Berkshire. Embora o enfoque da “grande imprensa” tenha sido no cupom de 6% ao ano, claramente a graça da operação está nos 700 milhões de *warrants* (direito de comprar ações do Bank of America por **10 anos**), ao preço pré-estabelecido de US\$ 7,14 por ação. Colocando em contexto, na véspera do anúncio, as ações do banco estavam a US\$ 7,00 e no início do ano passaram um bom tempo na faixa dos US\$ 14,00. Ou seja, se as ações do Bank of America caírem, ele tem um título que rende 6% ao ano. Por outro lado, se as ações voltarem, por exemplo, aos preços do início do ano **a qualquer momento** dos próximos 10 anos, ele dobra o capital. Da próxima vez que falar com o seu banqueiro, peça um investimento de “principal garantido” igual a este...

² Para maiores detalhes, ver relatórios do 2º e 3º trimestres de 2010, acessíveis online no endereço http://www.investidorprofissional.com.br/src/relatorio.php?id_fundo=0&all=true

³ Ao longo do trimestre fizemos algumas trocas em ativos da cesta, além de algumas operações com opções sobre os mesmos para tirar proveito de um aumento das volatilidades implícitas.

O segundo ponto relevante sobre a empresa no trimestre foi a nomeação de Ted Weschler como o terceiro *investment manager* (contando Buffett como o primeiro e Todd Combs, anunciado no final de 2010, como o segundo) para gerir posições da empresa.

Pelo que pudemos apurar e de fato não poderia deixar de ser, Weschler tem um perfil excepcional. Já foi gestor de *private equity*, tem experiência em reestruturações, gestão de riscos complicados como os de *liability* de amianto e nos últimos 11 anos geriu um fundo (Península) que rendeu mais de 1.000% no período. Sua estratégia parece ser semelhante à nossa em vários aspectos: concentração dos ativos e da atenção em relativamente poucos investimentos ao longo do tempo e uso moderado de derivativos e *shorts* para controle de risco e aproveitamento de oportunidades. Também coincidentemente, tem 50 anos.

Last but not least, o anúncio em 26 de setembro de que a Berkshire poderia recomprar suas próprias ações. Embora em 2000 esta intenção também tenha sido manifestada, a recompra em si não ocorreu de fato porque os preços das ações dispararam logo em seguida. Algo semelhante pode ocorrer desta vez, pois no dia do anúncio as ações de Berkshire subiram mais de 8%, atingindo o limite do preço estabelecido pela empresa. Mas Buffett e Berkshire não são do tipo que usariam este artifício simplesmente para “puxar” o preço das ações. A pergunta “por quê?” bate forte. Os primeiros itens na lista de possibilidades são os tradicionais em casos de recompras:

- A percepção do *management*, no caso Buffett, que fundamentalmente além de *manager* é também o **maior** sócio, de que as ações estão baratas.
- Sinalização ao mercado e/ou seus acionistas.
- Deixar aberta uma opção, *just in case*.

Todas certamente podem ser ou fazer parte da resposta, mas será que não há mais? Correndo grande risco de parecermos ingênuos e **tomando a**

perspectiva dos últimos 10 anos, não nos parece haver falta de oportunidade de investimentos atraentes **no momento**, mesmo na escala em que Buffett opera⁴.

A famosa regra de manter seus investimentos dentro de seu círculo de competência também não parece ser o caso. Até mesmo porque ele vem continuamente aumentando esse círculo e seu escopo geográfico (grandes posições em Coreia do Sul, China, Israel e até renda-fixa brasileira passaram por seu portfólio no passado recente).

Também seria uma indicação de que Buffett não teria interesse em aumentar drasticamente a posição em companhias abertas em que tem investimentos, como Coca Cola, American Express, Wal-Mart, Procter & Gamble, Nestlé, Tesco. Afinal, no agregado, estas empresas têm um *free-float* que supera a casa do US\$ **1 trilhão** de dólares (dinheiro que só um Democrata americano consegue imaginar como gastar).

Nossa tendência, neste curto espaço de tempo que tivemos para refletir sobre a questão, vai na direção de que Berkshire, na visão sempre cautelosa de Buffett, teria batido num limite de complexidade gerencial. A empresa hoje tem dezenas de subsidiárias operacionais e por mais que a delegação ocorra de fato e seja extremamente eficiente, há limites. Um fator seria a decepção com David Sokol, relatada no nosso último relatório⁵, na medida em que ele parecia ser o CTSO (*Chief Trouble-Shooting Officer*), o que teria ressaltado e tangibilizado este aspecto para Buffett.

Se for este o fator determinante, é reconhecimento de um limite⁶ relevante. Um dos grandes atrativos de Berkshire para nós é o acesso aos *deals* exclusivos como compras de empresas inteiras, investimentos em “pacotes” que incluem *warrants* longos como os de Goldman, G.E. e o supra-citado Bank of America. Obviamente os demais valores, como a qualidade

⁴ A questão traz à tona a enormidade da “besta”. Berkshire gera aproximadamente US\$ 1,5 bilhão de dólares de caixa operacional **por mês**.

⁵ E também discutida em posts no Buysiders.com: <http://blog-en.investidorprofissional.com.br/2011/05/03/the-woodstock-of-capitalism-2011/>

⁶ Obviamente o reconhecimento de um limite pode ser triste, mas em termos práticos, no médio e longo prazo, é muito melhor que ignorá-lo.

da cultura empresarial, a estrutura de capital única (nesta escala) onde dezenas de bilhões de dólares de *float* das operações de seguro oferecem alavancagem a custo **nominal** negativo permanecem.

A última e mais sombria possibilidade que levantamos seria uma variante/um aprofundamento da terceira opção “padrão” listada acima. Ciente da obviedade que seu fim está cada dia mais próximo e como sempre um exemplo de prevenção, reponsabilidade fiduciária e oportunismo, Buffett teria preparado terreno para que seu(s) sucessor(es) amortecessem um eventual impacto negativo de sua ausência nas cotações da Berkshire.

Para encerrar os comentários trimestrais sobre a empresa, cabe repassar os pontos “negativos” levantados pelo mercado durante o trimestre que levaram as cotações da ação a níveis tão atraentes:

- 1- A “leitura das folhas de chá” do comunicado da Berkshire, quando da contratação de Weschler, de que estaria mais próximo o dia em que Buffett não estaria mais no comando executivo da empresa; e
- 2 - O impacto das perdas nas operações de seguros da empresa com as catástrofes do Japão, da ordem de baixos *single digits* de bilhões de dólares.

Cabe ressaltar que o ponto 1 acima já é levantado há anos, e que Buffett tem 81 anos⁷. Quanto ao segundo, as características de um negócio de seguros e o baixo impacto o torna irrelevante. Colocamos os pontos na mesma “caixinha” da BusinessWeek que exclama que “*A decade of disaster has made predicting loss impossible*” (algo como “uma década de desastres tornou prever perdas impossível”). O nome da caixinha é “Cala a boca, Magda!”⁸.

MICROSOFT

A empresa, nossa maior posição, divulgou o resultado do 2º trimestre, completando assim o ano fiscal de 2011 (fecha o exercício em 30 de junho). Mais uma vez, bons números em relação às nossas expectativas.

O lucro líquido (depois de impostos) do exercício foi de US\$ 23 bilhões, para uma receita de US\$ 70 bilhões.

No fim de setembro a empresa anunciou um aumento dos dividendos recorrentes trimestrais para US\$ 0,20 (anual de US\$ 0,80 por ação), que aos preços atuais da ação em torno de US\$ 25,00 implicam num *dividend yield* de 3,2%. Em comparação, os níveis atuais das taxas de juros pagas pelo governo americano em dólares são: zero no curto prazo, menor que 2% para 10 anos e da ordem de 3% para títulos de 30 anos. Além disso, esses cupons dos títulos públicos são fixos⁹. Enquanto isso, os dividendos de Microsoft vêm crescendo e nossa expectativa é que continuem assim.

Considerando a quantidade de ações de emissão da companhia e o lucro de US\$ 23 bilhões, estes dividendos correspondem a uma distribuição de aproximadamente 30% do lucro do último exercício. Cabe notar que ao longo dos últimos 10 anos, a empresa distribuiu pouco mais de 100% do lucro líquido do período, parte sob a forma de dividendos e parte sob a forma de recompra de suas próprias ações. Esta última ocorre de forma agressiva. Enquanto a maioria das empresas de tecnologia que acompanhamos diluem seus acionistas com forte emissão líquida de novas ações, tanto para remuneração de executivos quanto para bancar aquisições, a Microsoft vem gradativa e consistentemente reduzindo a quantidade de ações em circulação. Entre 2002 e 2011, esta redução foi da ordem de 23%. Colocando de outra forma, quem tinha 1% da Microsoft, por exemplo, e não vendeu ações, hoje tem aproximadamente 1,3%; ou seja, receberá

⁷ Há os que imaginam que Buffett queira quebrar o recorde de Rose Blumkin, que administrou a subsidiária da Berkshire, Nebraska Furniture Mart, até os 103 anos.

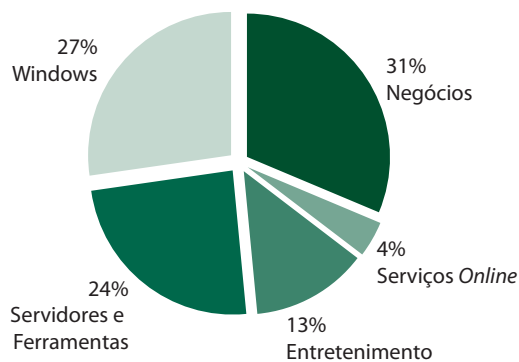
⁸ Não custa lembrar uma aleatória do nosso relatório do 1Q2011: “Consultores de fundos de investimento gostam de exigir definições de estilo de gestão tal como ‘long-short’, ‘macro’, ‘ações internacionais’. Na Berkshire nosso único ‘estilo’ é o ‘inteligente’” - Warren Buffett no relatório anual de 2010 da Berkshire Hathaway.

⁹ À exceção dos TIPS, títulos do tesouro americano cujos cupons são indexados à inflação oficial americana. Líquidos, mas bem menos comuns do que os *treasuries* com taxas pré-fixadas.

30% a mais dos resultados futuros. E esta não foi uma espera “a seco”, pois neste período a empresa pagou US\$ 64 bilhões em dividendos, o que dá quase US\$ 8,00 por ação atual.

Relembrando nosso *investment case* para a empresa: a grande diferença de percepção que notamos é a de que muitos tomam a Microsoft como uma empresa cujos principais clientes seriam pessoas físicas. Isto tornaria a concorrência com empresas como Apple, Facebook e Google um grande risco. Nosso ponto de vista é um pouco diferente. Vemos Microsoft mais como uma “*utility* (empresa de serviços essenciais, como água e esgoto, energia) não regulada e com baixa necessidade de *capex*” (*capital expenditures* ou investimento de capital para manter ou crescer a produção).

Vejamos o detalhamento de receitas do exercício fiscal de 2011:



O que salta aos nossos olhos é o fato de que mais de $\frac{3}{4}$ das receitas da empresa (e certamente um percentual maior dos lucros) vem de negócios em que o comprador do produto é uma empresa ou um profissional¹⁰. Este aspecto é da maior relevância, dado que o “fator *coolness*” da Apple não atinge os gestores de TI das empresas fora dos nichos tradicionalmente dominados pela Apple (produção artística, educação etc.). O fato é que para empresas, as soluções Apple são muito mais caras do que as baseadas na plataforma WinTel (computadores com sistema operacional Windows e processadores Intel),

a disponibilidade de aplicativos é praticamente nula e o nível de treinamento exigido para se pensar em qualquer mudança de plataforma, tanto para as áreas de TI quanto para o usuário final, tornaria uma mudança em grande escala ainda mais cara. Na realidade o que vimos nos últimos anos foi a Apple abandonar a produção de servidores corporativos e focar, com grande sucesso, em computadores pessoais, mais caros e com um toque de sofisticação.

Resumindo, vemos Apple como uma empresa de B2C e *hit-driven*, ou seja, dependente de acertar frequentemente novos produtos que façam grande sucesso com sua legião de seguidores. O nível de acerto da empresa nos últimos anos tem sido fantástico, mas a história mostra que esta é uma estratégia arriscada. A Apple tenta fugir desse risco com os negócios da iTunes Store (incluindo aqui os *apps*), mas ainda tem um longo caminho a percorrer. Grande companhia, porém mais cara e com mais riscos que Microsoft, a nosso ver.

Pelo lado da regulação, por mais que os governos tenham tentado regular e intimidar empresas do setor e controlar seus preços e rentabilidade, diferentemente de um litro de água ou de 1 Kwh, softwares são entidades amorfas e dinâmicas. Pelo menos até hoje as empresas do setor sempre encontraram um jeito de exercer seu *pricing power*.

A baixa necessidade de *capex* pode ser verificada em números. Ao longo dos últimos 10 anos, a empresa investiu US\$ 30 bilhões em desenvolvimento interno e aquisições. Colocando este número em contexto, lembramos que o lucro líquido do último exercício foi de US\$ 23 bilhões e que nos últimos 10 anos a empresa distribuiu US\$ 64 bilhões em dividendos e recomprou US\$ 115 bilhões (líquidos de eventuais emissões de ações). Lembrando que a empresa não abriu mão de crescimento para isso: em 2002 a Microsoft faturava US\$ 30 bilhões/ano, em 2011 foram US\$ 70 bilhões - um crescimento de 150%.

¹⁰ Uma parcela das vendas de Windows está indiretamente vinculada à escolha de pessoas físicas para seu uso pessoal, no momento em que escolhe um PC pré-carregado com Windows, ao invés de Apple ou Linux, por exemplo. Levamos este fato em conta.

O quadro a seguir, com dados de 3 grandes empresas fornecedoras de *software* empresarial, busca ilustrar a rentabilidade do negócio, sua característica de gerar caixa líquido e o aparente desconto no preço das ações de Microsoft pelo mercado.

	Margem Líquida		Δ Núm. Ações 10 anos	Caixa Líquido	Preço/ Lucro
	Últ. Ano	2002 - 2004			
Oracle (ORCL - US\$)	25%	25%	-11%	\$ 15 B	16x @ \$27
SAP (SAP - EUR)	15%	17%	-15%	€ -1 B	25x @ €37
Microsoft (MSFT - US\$)	33%	22%	-23%	\$ 41 B	9x @ \$25

A primeira coluna mostra a margem líquida reportada no último exercício fiscal de cada uma das empresas. Mesmo a da SAP, que teve a margem líquida mais baixa (15%), é um número de sonhos em muitos negócios. Os 33% da Microsoft são “insonháveis” para a grande maioria.

A segunda coluna mostra a margem líquida composta do triênio 2002, 2003 e 2004. O ponto aqui é mostrar que as altas margens dos últimos exercícios não foram uma aberração. Voltando 10 anos no tempo e considerando os três primeiros anos da década como se fossem um só exercício, as altas margens já estavam lá.

A terceira coluna mostra a variação na quantidade de ações em circulação para cada empresa ao longo dos últimos 10 anos. Note-se que em todos os casos houve queda, o que significa dizer que os negócios geraram caixa mais que suficiente para crescer, pagar dividendos e ainda recomprar suas próprias ações, aumentando a participação daqueles que não venderam suas ações no período.

A quarta coluna mostra que esta recompra não foi feita às custas de uma mudança de perfil de balanço, ou seja, com crescimento do endividamento. Microsoft e Oracle têm caixa líquido em excesso na casa das dezenas de bilhões de dólares. SAP tem uma pequena

dívida de EUR 1 bilhão, equivalente a poucos meses de lucro da empresa.

A quinta coluna mostra o que nos parece a grande discrepância. Embora os indicadores mostrados pela Microsoft nas demais sejam os melhores, pelo critério da relação Preço/Lucro ela é a mais barata. Especulamos aqui que um dos motivos para isto seria a percepção exagerada pelo mercado de capitais de sua exposição a produtos B2C, ou seja, aqueles em que o consumidor final toma a decisão de compra e onde é exposta à concorrência com nomes mais visíveis que Oracle e SAP, como Apple, Google e Yahoo.

Mobilidade

Outro ponto levantado em nossos exercícios de “contra-case” é o da migração de **parte** da computação para dispositivos móveis, como *smartphones*, *tablets* etc. Este é um fato incontestável, mas que merece três considerações relevantes:

- a) No fundo de toda tarefa móvel, existe uma infra-estrutura. Daí a importância daquele ¼ de faturamento da Microsoft que vem da receita de “servidores e ferramentas”. Uma das mais recentes versões do Windows é a Azure, que “roda” remotamente em servidores da Microsoft e permite o desenvolvimento *online* de sistemas e aplicativos.
- b) Algumas tarefas como tabelas, escrever textos, editar fotos e vídeos, e demais atividades que dependam de telas maiores, são mais convenientemente executadas em dispositivos como *desktop* ou *notebooks* (embora possam, em certos casos e dependendo da necessidade/ urgência, serem executadas em dispositivos portáteis). Outras são sem dúvidas mais convenientes de serem executadas em dispositivos móveis, como *messaging*, GPS etc. Mas mesmo estas, em vários casos, havendo a possibilidade, são melhores de serem executadas em “telas grandes¹¹”: planejar um roteiro em mapa, manter

¹¹ Dispositivos portáteis que projetem imagens maiores ou diretamente na retina, ou ainda conectados diretamente ao cérebro são possibilidades reais, mas ainda fora do horizonte temporal prático para nosso caso de investimento, quando ajustados para a probabilidade de serem produtos disponíveis comercialmente em grande escala nos próximos anos. A Microsoft é uma das líderes em pesquisas de interfaces e o Kinect é hoje o exemplo prático mais avançado em termos de mercado de massa.

6 janelas de *messaging* abertas... O que varia é o tamanho. Enfim, é uma questão de ergonomia onde em muitos casos a resposta é “e”, não “ou”. Podemos tomar sopa com colher de café ou chá e/ou mexer o chá com o cabo da colher de sopa, mas a maioria das pessoas, podendo, prefere ter as duas. Um exemplo claro de como a discussão é fluida e sem base pode ser notada quando vemos que a grande maioria dos PQMCAs¹² e estatísticas excluem os Kindles¹³ das discussões e contas de *tablets*.

c) Se em termos de formato, os computadores de mesa atuais são grandes *tablets* e em termos de capacidade de processamento, os celulares são pequenos computadores, sob o ponto de vista das empresas fornecedoras e, portanto, do *investment case*, interessa mais quem está fornecendo os *softwares* e se o está fazendo de forma rentável. Neste ponto é que a relevância da Microsoft obter o grosso de sua receita de clientes corporativos torna-se maior. Será que os departamentos de TI e fornecedores de sistemas especializados vão querer trocar seus processos, sistemas e fornecedores para a plataforma de um novo fornecedor? Até hoje a Apple, vinda do “*high-end*”, fracassou (e aparentemente desistiu desta guerra). O Linux, gratuito, teve sucesso limitado (problemas de suporte, patentes etc.). A vantagem competitiva de Microsoft neste aspecto nos parece bem interessante.

Pirataria em mercados emergentes - ameaça ou oportunidade?

Um ponto levantado por alguns é que parcela relevante do crescimento esperado no setor de tecnologia, como em vários outros, deve vir dos mercados emergentes, onde a pirataria é maior (fato). Este ponto nos parece fraco. Não só porque uma parcela dos mercados emergentes não usa *softwares* piratas (mais uma vez, a vantagem de estar mais pesado no mercado corporativo que no do

consumidor), mas também pela migração do *software* para a famosa “nuvem”, onde o que se vende é o acesso *online* aos sistemas - muito menos prático de ser “pirateado”, pelo menos até agora.

Opcionalidade

Uma das belezas do caso em nosso ponto de vista é a possibilidade de que a empresa venha a criar novos produtos e mercados que gerem valor substancial para seus acionistas, pelo que não estaríamos pagando. Obviamente pode-se fazer o caso inverso, de que o mercado desconta do preço baseado na hipótese de que a empresa vá mais “torrar” que gerar caixa ao longo do tempo. É de fato uma questão de opinião.

Nossas expectativas de que esta conta seja positiva baseiam-se não apenas no histórico agregado (há muito casos de fracassos e sucessos retumbantes no histórico da companhia), mas também nas tecnologias pesquisadas e desenvolvidas pela Microsoft atualmente nos mais diversos estágios: do conceitual ao mercado. Já comentamos aqui em relatório passado (4º trimestre de 2010) sobre o Kinect, interface remota gestual, disponível até o momento comercialmente para o Xbox e de forma mais aberta sem fins lucrativos. Em breve teremos o Windows 8. Por tudo que pudemos apurar, este pode ser um grande avanço, integrando interfaces ainda mais intuitivas que as dos *tablets* e *smartphones* sensíveis a toque, sem abrir mão do “conforto espiritual” para os departamentos de tecnologia das empresas e uma maioria silenciosa de usuários.

Além destes exemplos mais óbvios e visíveis, há muitos outros. Por exemplo, sem qualquer ponderação de relevância, em 21 de setembro último (2011) uma notinha relatava:

“Swedish, o maior sistema de saúde da grande Seattle, planeja implementar a Amalga, da Microsoft, uma solução de TI voltada para o setor de saúde, que

¹² Como forma de “homenagear” os criadores e amantes do EBITDA, estamos lançando a sigla PQMCA: Pessoas Que o Mercado Chama de Analistas ;-)

¹³ Tablets vendidos com grande sucesso pela Amazon, primordialmente focados na leitura de arquivos de texto.

visa melhorar a coordenação de cuidados através das fronteiras organizacionais e que ajuda a gerenciar a saúde da população conforme os pacientes mudam de locais de tratamento. A plataforma favorecerá um relacionamento mais próximo entre o sistema de saúde e seus pacientes e fornecedores, ajudará a melhorar a qualidade das assistências, e deixará a Swedish pronta para o crescimento na era dos cuidados responsáveis. A Swedish também planeja usar a Amalga no gerenciamento de população, reunindo pacientes internados e não-internados e dados sobre os pagamentos, a fim de fornecer uma visão unificada do conjunto de pacientes aos profissionais encarregados pelos atendimentos, permitindo que eles especifiquem planos de assistência personalizados ou em grupo, acompanhem o andamento deste grupo ao longo do tempo, e relatem os resultados em um painel de controle.”

A área de saúde é o maior segmento da economia americana. Longe de nós inferir que a Microsoft venha a dominar diretamente esta área. A ideia é só fazer pensar na escala de possibilidades.

Ativo Real

Para encerrar o tema neste relatório, gostaríamos de enfatizar a possibilidade de que, nestes tempos de crise, Microsoft seja de fato um Ativo Real, “porto seguro” e alvo eventual de uma das sucessivas ondas de *“flight-to-quality”*. Tirando proveito de nossas mais de duas décadas de existência e revendo nossas memórias de mercado, lembramos claramente quando passamos por crises no mercado brasileiro como as desencadeadas por Nahas, Collor, México, Rússia, Ásia, Argentina, Brasil, Nasdaq, 9/11. Nestes momentos, onde a solvência do governo brasileiro e da moeda local da época (Cruzado, Cruzeiro Novo etc.) eram seriamente questionadas, nossa busca era sempre por “ativos reais” que não só preservassem valor após a crise, como também que fossem capazes de operar e gerar caixa e valor no “dia seguinte”. Sob esta ótica, Microsoft a nossos olhos é perfeita.

A empresa opera praticamente no mundo inteiro, nas mais diversas moedas, gera caixa diariamente. Além disto, seus ativos estão espalhados por milhões de servidores pelo mundo inteiro. Praticamente impossível de ser completamente destruída. Se o mundo parar, para religar, o *boot* passa por empresas como Microsoft e Cisco.

PERSPECTIVAS

Feita a eterna ressalva inicial do nível de risco que estamos dispostos a correr e da imprevisibilidade das coisas, concluimos com a ideia de que nos parece razoável supor que a rentabilidade do IP-Global nos próximos 10 anos seja maior que a dos últimos 10, mantendo nosso controle de riscos. As razões para este otimismo não se resumem à nossa maior experiência ou a qualquer outra mudança em fator endógeno, mas também ao fato de os mercados globais, principalmente nos mercados “desenvolvidos”, encontrarem-se hoje a preços que embutem expectativas muito menores do que há pouco mais de 10 anos, quando o Fundo teve início. Não custa lembrar que naquela época nem tirávamos os sapatos para embarcar num avião nos EUA.

Boa década e feliz 2021!

PRÊMIO INVESTIDOR PROFISSIONAL DE ARTE

Recente artigo do New York Times sobre a aposentadoria de Steve Jobs do cargo de CEO da Apple fez uma análise do que teria levado ao surgimento de uma pessoa capaz de revolucionar, de forma tão profunda, tantas indústrias diferentes, como computação, *software*, música, filmes e telefonia. A matéria envereda pelo “ambiente social que encoraja diversidade, experimentação, tomada de risco, e combinando habilidades de diferentes campos em produtos que ele chama de “mash-ups recombinantes,”... inovação, definida em um sentido amplo, é o ingrediente crucial em todo progresso econômico - maior crescimento para as nações, produtos mais competitivos para as empresas, e carreiras mais prósperas para os indivíduos.”

Outra forma de dizer que a arte está na base de tudo. Conforme previsto, a exposição dos quatro finalistas do Prêmio Investidor Profissional de Arte - PIPA 2011 abriu no dia 10 de setembro no belíssimo e cada dia melhor MAM-Rio, com a exibição de trabalhos de Andre Komatsu, Eduardo Berliner, Jonathas de Andrade e Tatiana Blass. Este ano os artistas optaram por exibir uma quantidade maior de trabalhos, a área da exposição foi ampliada e o resultado nos pareceu bastante interessante, levantando de forma brilhante questões de temporalidade, limites, estruturas sociais, inserção humana no ambiente, realidade etc. Recomendamos fortemente uma visita. A exposição fica aberta até o dia 13 de novembro. No salão seguinte há uma grande exposição internacional da artista Louise Bourgeois.

Já no 3º trimestre foram atingidas as metas estabelecidas para o ano, que eram de 15.000 amigos na página do Prêmio no Facebook, e pelo menos 30.000 visitantes únicos (cada pessoa só é contada uma vez) no site brasileiro e 3.000 visitantes únicos no site em inglês. Batidas as metas de inserção *online*, que consideramos importante por ser uma forma eficiente de divulgar e facilitar o acesso a todos aos artistas e suas obras, ficamos mais felizes ainda pelo fato dos dados implicarem em recordes para a arte contemporânea brasileira. Mais que cumprir metas numéricas, estamos cumprindo o objetivo de expandir o universo de pessoas participando, refletindo e interagindo. E por fim, mais uma vez, mostramos que os problemas fundamentais do Brasil (na cultura, na saúde, nos esportes, transportes...) não decorrem de uma inabilidade intrínseca do povo nem falta de dinheiro. O que faltam são processos, organização e disciplina. Nesta linha, terminamos destacando um trecho de recente entrevista do regente da OSB Roberto Minczuk:

“... a experiência mostra que uma boa orquestra é capaz de influenciar diversos aspectos da cultura de um país. Digo isso não só pelo que ela acrescenta ao capital cultural propriamente dito, disseminando uma nova expressão musical, mas também por outro viés menos óbvio. **Para mim o maior valor que uma orquestra pode agregar é o exemplo de uma instituição sólida, que tem em sua essência princípios como disciplina, espírito de equipe e a busca constante por qualidade e competitividade.**”

PRÓXIMAS DATAS DO CALENDÁRIO DO
PRÊMIO INVESTIDOR PROFISSIONAL DE ARTE

12 de outubro

Término da votação para o PIPA Online

17 de outubro

Anúncio do(a) vencedor(a) do PIPA Online

19 de outubro

Término da votação para o Voto Popular

24 de outubro

Anúncio do(a) vencedor(a) do Voto Popular

27 de outubro

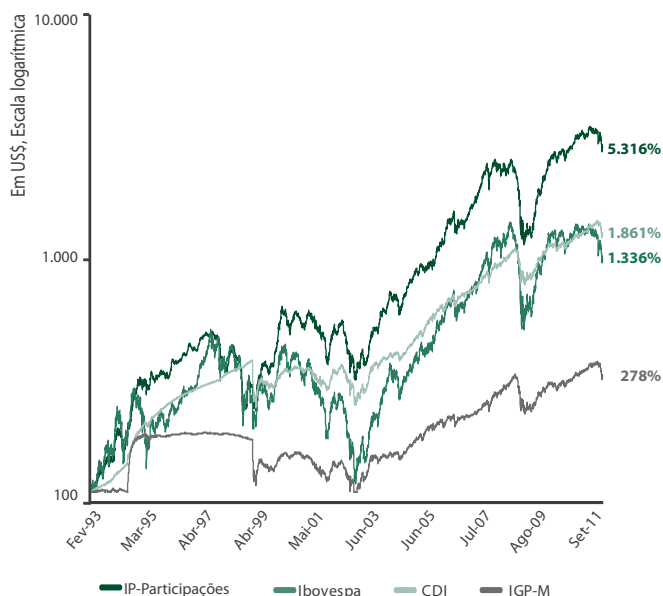
Anúncio do(a) vencedor(a) do Júri Oficial do PIPA

13 de novembro

Término da Exposição do PIPA 2011

PERFORMANCE - IP-PARTICIPAÇÕES

PERFORMANCE



FUNDO

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

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

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

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

Limites de movimentação para funcionários/administradores da GESTORA:

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

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

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

Prazo de carência: Não há.

Horário limite para movimentações: 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag 2856-8

cc 585.788-0 IP-Participações FIC FIA – CNPJ 29.544.764/0001-20

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

Resgate:

• Solicitação do resgate: Diária.

• Conversão de cotas no resgate: D - 3 do dia do pagamento.

• Pagamento do resgate: Último dia útil do segundo 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 semestralmente.

Tributação:

• IR de 15% sobre os ganhos nominais.

• Incidente apenas no resgate.

Categoria ANBIMA: Ações Livre.

Rentabilidade (R\$)	IP-Participações	Ibovespa ⁽¹⁾⁽²⁾	CDI ⁽²⁾	IGP-M
Setembro 11	-0,62%	-7,38%	0,94%	0,65%
Agosto 11	-0,12%	-3,96%	1,07%	0,44%
Julho 11	-2,98%	-5,74%	0,97%	-0,12%
Junho 11	-1,82%	-3,43%	0,95%	-0,18%
Mai 11	-1,10%	-2,29%	0,99%	0,43%
Abril 11	0,13%	-3,58%	0,84%	0,45%
Março 11	3,63%	1,79%	0,92%	0,62%
Fevereiro 11	-0,13%	1,21%	0,84%	1,00%
Janeiro 11	-4,17%	-3,94%	0,86%	0,79%
Dezembro 10	3,05%	2,36%	0,93%	0,69%
Novembro 10	1,33%	-4,20%	0,81%	1,45%
Outubro 10	4,55%	1,79%	0,81%	1,01%
2011 (YTD)	-7,12%	-24,50%	8,70%	4,15%
2010	23,03%	1,04%	9,75%	11,32%
2009	87,41%	82,66%	9,88%	-1,72%
2008	-40,61%	-41,25%	12,38%	9,81%
2007	33,72%	43,68%	11,82%	7,75%
2006	40,12%	33,73%	15,03%	3,83%
2005	19,00%	27,06%	19,00%	1,21%
2004	30,00%	17,74%	16,17%	12,41%
2003	60,62%	97,10%	23,25%	8,71%
2002	9,01%	-17,80%	19,11%	25,31%
2001	10,39%	-9,79%	17,29%	10,38%
12 meses	1,40%	-24,64%	11,48%	7,46%
36 meses	79,99%	5,62%	35,42%	15,35%
60 meses	105,05%	43,54%	69,85%	36,90%
Retorno anualizado em R\$	21,64%	1,84%	10,64%	4,88%
Retorno anualizado em R\$	15,44%	7,50%	11,18%	6,48%
Desde 26/02/93 em US\$ ⁽³⁾	5316,24%	1336,09%	1860,71%	278,10%
Retorno anualizado em US\$ ⁽³⁾	24,12%	15,52%	17,48%	7,47%

(1) Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, este fundo deixou de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento.

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

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

Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 212.545 / Média PL últimos 12 meses Master (mil): R\$ 235.524

CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
5 Maiores	36%	-0,13%
5 Seguintes	21%	0,39%
Outros	25%	-1,03%
Caixa	18%	0,14%

CARACTERÍSTICAS DA PARCELA EM AÇÕES

	% Parcela em ações
Ativos Internacionais	12%
Ativos que participam do Ibovespa	37%
Small Caps (menor que US\$ 1bi)	19%
Mid Caps (entre US\$ 1bi e US\$ 5bi)	29%
Large Caps (maior que US\$ 5bi)	52%

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

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

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A CNPJ:

02.201.501/0001-61. Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ

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

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

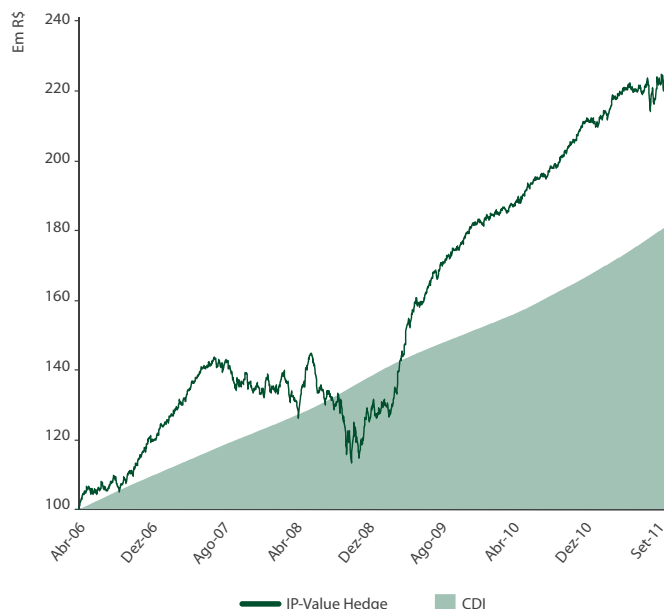
www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone (21)3974-4600

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

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

PERFORMANCE - IP-VALUE HEDGE

PERFORMANCE



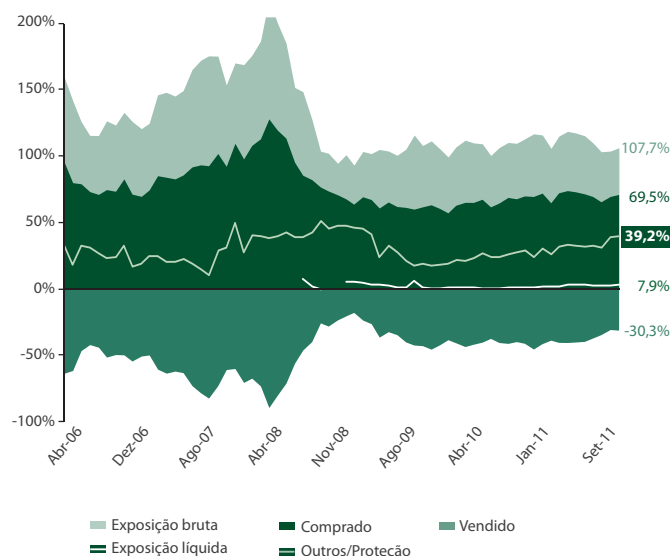
Rentabilidade (R\$)	IP-Value Hedge	CDI	%CDI
Setembro 11	0,52%	0,94%	55,1%
Agosto 11	-0,07%	1,07%	-
Julho 11	0,98%	0,97%	101,3%
Junho 11	-0,41%	0,95%	-
Maio 11	1,30%	0,99%	132,0%
Abril 11	0,97%	0,84%	115,7%
Março 11	2,07%	0,92%	225,8%
Fevereiro 11	0,86%	0,84%	102,6%
Janeiro 11	-0,11%	0,86%	-
Dezembro 10	2,58%	0,93%	278,2%
Novembro 10	1,40%	0,81%	173,4%
Outubro 10	2,07%	0,81%	256,9%
2011 (YTD)	6,26%	8,70%	72,0%
2010	15,48%	9,75%	158,7%
2009	44,59%	9,88%	451,4%
2008	-5,81%	12,38%	-
2007	12,02%	11,82%	101,7%
2006 ⁽¹⁾	19,92%	9,97%	199,9%
12 meses	12,81%	11,48%	111,6%
24 meses	29,34%	21,79%	134,6%
Desde 13/04/06 ⁽¹⁾	124,49%	81,12%	153,46%
Retorno anualizado desde 13/04/2006	16,01%	11,53%	18,6%

(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\$ 55.617 / Média PL últimos 12 meses Master (mil): R\$ 157.508

Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, este fundo deixou de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento.

EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



ESTATÍSTICAS DE DESEMPENHO

Retorno Médio Mensal		1,28%
Maior Retorno Mensal		12,67%
Menor Retorno Mensal		-6,32%
Meses Positivos	50	76%
Meses Negativos	16	24%
Total	66	100%

EXPOSIÇÃO POR ESTRATÉGIA

Estratégia	# trades	Exposição Bruta (%)
Arbitragem	6	26,1
Direcional Long	30	56,4
Direcional Short	17	17,2
Outros / Proteção	3	7,9
Total	56	107,7

CONTRIBUIÇÕES PARA O RESULTADO DO MÊS

Estratégia	%
Arbitragem	-0,57
Direcional Long	-0,21
Direcional Short	1,12
Caixa	0,32
Outros / Proteção	-0,16
Total	0,52

FUNDO

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

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

OBJETIVO

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

ESTRATÉGIA

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

O Fundo busca oportunidades de arbitragem entre ativos emitidos por uma mesma empresa ou grupo de empresas.

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

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

PÚBLICO ALVO

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

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Limites de movimentação:

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

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

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

Prazo de carência: Não há. **Horário limite para movimentações:** 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag. 2856-8 – cc. 586.164-0

IP-Value Hedge FIC FIA – CNPJ 05.936.530/0001-60

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

Resgate programado:

• **Solicitação do resgate:** Até o dia 15 de cada mês.

• **Conversão de cotas no resgate:** D - 3 do dia do pagamento do resgate.

• **Pagamento do resgate:** Dia 15 do segundo mês subsequente.

Taxa de administração:

• 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.

• Taxa de administração máxima de 2,5% aa no caso de investimento em outros fundos.

• Apurada diariamente e paga mensalmente.

Taxa de performance:

• 20% sobre o ganho que exceder o CDI. Com marca d'água.

• Apurada diariamente e paga semestralmente.

Tributação:

• IR de 15% sobre os ganhos nominais.

• Incidente apenas no resgate.

Categoria ANBIMA: Ações Livre.

EXPOSIÇÃO POR MARKET CAP*

Capitalização**	# empresas	Exposição Bruta (%)	Exposição Líquida (%)
Small	3	3,6	3,6
Middle	19	22,1	5,6
Large	24	68,1	35,9
Índices	2	5,9	-5,9
Total	48	99,8	39,2

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

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

EXPOSIÇÃO POR SETOR*

Setor	Exposição Bruta (%)	Exposição Líquida (%)
Alimento, Bebida e Tabaco	15,2	6,8
Bens duráveis	1,2	-1,2
Bens não-duráveis	2,4	2,4
Bancos	18,5	10,4
Educação	0,8	-0,8
Energia Elétrica e Saneamento	10,9	0,7
Farmacêutico	3,1	0,5
Imobiliário	6,8	5,8
Índices	5,9	-5,9
Materiais Básicos	4,6	2,0
Mídia	0,9	0,9
Outros	0,0	0,0
Petróleo	2,6	1,5
Seguros	5,3	5,3
Serviços	2,1	2,1
Serviços Hospitalares	2,9	2,9
Serviços Financeiros	2,5	1,2
Tecnologia	6,9	6,9
Transporte e Logística	2,3	-2,3
Varejo	5,1	0,1
TOTAL	99,8	39,2

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

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

[www.investidorprofissional.com.br / faleconosco@investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br/faleconosco@investidorprofissional.com.br)

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTMV S/A

CNPJ: 02.201.501/0001-61. Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ,

CEP 20030-905. Tel: (21)3974-4600 / Fax: (21)3974-450

www.bnymellon.com.br/sf

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

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

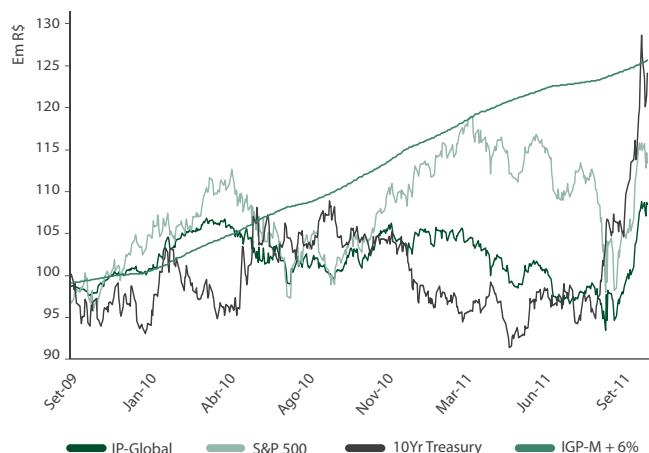
Ouvidoria: no endereço www.bnymellon.com.br/sf ou no telefone 0800 7253219

Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditor: KPMG

PERFORMANCE - IP-GLOBAL

PERFORMANCE

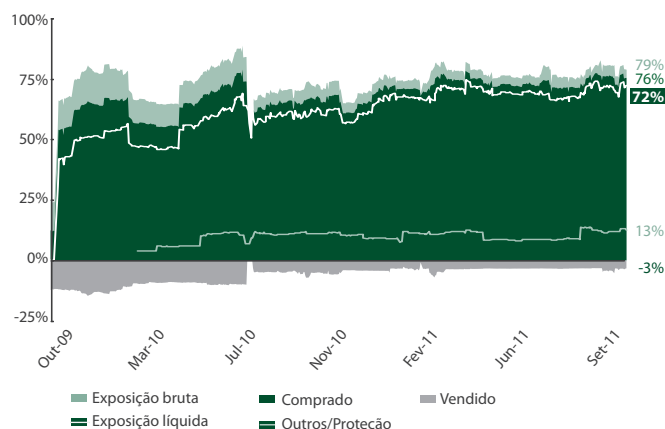


Rentabilidade (R\$)	IP-Global	S&P 500 Total Return ⁽²⁾	10 Yr Treasury ⁽²⁾	IGP-M + 6%
Setembro 11	11,71%	8,62%	20,68%	1,14%
Agosto 11	1,08%	-3,55%	8,42%	0,98%
Julho 11	0,34%	-2,33%	3,35%	0,37%
Junho 11	-2,93%	-2,84%	-2,03%	0,30%
Maio 11	-1,00%	-0,72%	3,16%	0,94%
Abril 11	-0,30%	-0,54%	-1,54%	0,89%
Março 11	-3,52%	-1,92%	-2,12%	1,11%
Fevereiro 11	-0,04%	2,67%	-0,60%	1,46%
Janeiro 11	0,46%	2,81%	0,09%	1,28%
Dezembro 10	1,48%	3,58%	-6,74%	1,23%
Novembro 10	-2,84%	0,88%	-0,95%	1,92%
Outubro 10	3,42%	4,25%	-0,26%	1,48%
2011 (YTD)	5,16%	1,64%	31,05%	8,80%
2010	3,91%	10,11%	4,11%	17,97%
2009 ⁽¹⁾	1,31%	3,84%	-5,95%	1,36%
12 meses	7,23%	10,71%	20,73%	13,90%
Desde 30/09/09 ⁽¹⁾	10,70%	16,20%	28,31%	30,09%

(1) Rentabilidade relativa ao início da gestão em 30/09/2009 / Data do primeiro aporte em 29/09/2009

(2) Indicadores de mera referência econômica, e não parâmetros objetivos do fundo. Performance em R\$. Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 9.313

EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
5 Maiores	44%	5,14%
5 Seguintes	25%	2,52%
Outros	12%	0,69%
Caixa	19%	3,37%
Total	100%	11,71%

BREAKDOWN DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
Direcional Long	76%	7,84%
Direcional Short	-3%	0,16%
Caixa	19%	3,37%
Outros/ Proteção	13%	0,34%
Total	104%	11,71%

FUNDO

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

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: Não há.

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

Prazo de carência: Não há.

Horário limite para movimentações: 14:00h

Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag 2856-8

cc 613.340-1 IP-Global FIC FIM – CNPJ 11.145.210/0001-94

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

Resgate:

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

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

Taxa de administração:

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

Taxa de performance:

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

Tributação:

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

Classificação ANBIMA: Multimercado Multiestratégia.

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

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

Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A CNPJ 02.201.501/0001-61. Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905. Tel: (21)3974-4600 / Fax: (21)3974-4501 / www.bnymellon.com.br/sf

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

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

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

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

ALEATÓRIAS

"A credibilidade não é um presente – tem que ser conquistada. Ela é construída passo a passo e apoiada em fatos e em coerência. Mais ainda, a credibilidade nunca é possuída; ela é alugada, porque pode ser retirada a qualquer momento." - Pedro Aspe, ex-ministro das finanças do México.

"E pensar que rolou o maior stress só porque Nero tocou fogo em Roma. Hoje, comparado a Bush, Obama, Chavez... o cara ia ser Man of the Year, Prêmio Nobel etc..." Anônimo.

"Well, shake it up, baby, now

(Shake it up, baby)

Twist and shout

(Twist and shout)

C'mon, c'mon, c'mon, c'mon, baby, now

(Come on baby)

Come on and work it on out

(Work it on out)

...

Well, shake it, shake it, shake it, baby, now

(Shake it up baby)

Well, shake it, shake it, shake it, baby, now

(Shake it up baby)

Well, shake it, shake it, shake it, baby, now

(Shake it up baby)."

The Beatles.

"As crises nos mercados emergentes foram esquecidas rápido demais; isso só aumenta a chance que ocorram novamente." - The Economist.

"Duas coisas são infinitas: o universo e a estupidez humana; e eu não tenho certeza sobre o universo." - Albert Einstein.

"Fotografias não mentem, mas mentirosos podem ser fotógrafos." - Lewis Hine.



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