



RELATÓRIOS DE GESTÃO

---

IP-PARTICIPAÇÕES FIA / IP-EQUITY HEDGE FI MULTIMERCADO

---

SEGUNDO TRIMESTRE / 2006

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 acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

## ÍNDICE

---

<b>Introdução</b>	<b>2</b>
<b>IP-Participações</b>	<b>5</b>
Carteira	5
Saraiva	5
Oferta Pública	6
Performance	9
Informações	10
<b>IP-Equity Hedge</b>	<b>12</b>
Introdução	12
Coteminas	12
Informações	15
<b>Aleatórias</b>	<b>16</b>

---

## INTRODUÇÃO:

### OPORTUNIDADE NAS EMPRESAS DE PEQUENA E MÉDIA CAPITALIZAÇÃO

---

#### REDUÇÃO DO SPREAD DE FINANCIAMENTO E MATURAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

No último Relatório de Gestão comentamos a evolução dos fundamentos macroeconômicos brasileiros em meio a um período de abundância de liquidez nos mercados internacionais.

Ao contrário dos ciclos passados, desta vez o governo brasileiro aproveitou o ciclo de liquidez para melhorar o perfil de endividamento do país e reduzir o risco estrutural.

Tais efeitos engendraram uma forte apreciação cambial que, em conjunto com a cautela do Banco Central no comando dos juros, contribuiu para a redução das expectativas de inflação.

Abriu-se espaço, portanto, para a sustentada redução das taxas de juros reais brasileiras. Apesar do processo estimular toda atividade econômica, no contexto do mercado acionário, as maiores beneficiadas tendem a ser as empresas de pequenas e média capitalização (SMCs<sup>1</sup>).

Existe no Brasil grande disparidade entre o custo de financiamento de empresas grandes, capazes de acessar os mercados externos, e as empresas de média e pequena capitalização, restritas ao crédito local vinculado ao CDI ou, na melhor das hipóteses, em financiamento via BNDES.

O mercado de ações, por outro lado, até pouco tempo mostrava-se inviável como alternativa de captação. Não cumpria seu verdadeiro papel de financiar os investimentos de longo prazo das empresas brasileiras. Os baixos múltiplos aos quais as ações negociavam implicavam custos de financiamento também altíssimos, afastando a atratividade de emissões.

Habitadas a operar em um ambiente de taxas de juros estruturalmente altas, as SMCs brasileiras viram-se obrigadas a conviver com uma espécie de camisa-de-força operacional: o custo de expandir linhas de produtos, abraçar novas tecnologias e ingressar em novos mercados foi historicamente proibitivo.

Felizmente, a situação parece estar mudando nos dois *fronts*. De acordo com as expectativas de mercado capturadas pelo Banco Central, os juros reais brasileiros devem atingir 11,4% em 2006 e 8,5% ao final de 2007, 4,9% abaixo da média observada em 2005. A queda implicará num fechamento relevante entre o custo de financiamento local e o externo.

Quanto ao mercado de ações, este finalmente tornou-se uma forma de financiamento viável para as empresas. A maturidade adquirida ao longo dos últimos anos pelos participantes do mercado de capitais é marcante. Os acionistas começaram a cobrar cada vez mais boas práticas de Governança Corporativa e a premiar as empresas que lideraram o processo. Por outro lado, os próprios empresários perceberam os benefícios desta nova postura. O Novo Mercado, criado com competência pela Bovespa, se torna cada dia mais importante como selo de qualidade e proteção ao acionista. Aliado à perspectiva de redução do custo de dívida nos próximos anos, a evolução do mercado de capitais abre uma série de oportunidades para empresas de pequena e média capitalização.

#### BAIXA LIQUIDEZ E VISIBILIDADE CONTRIBUEM PARA SUB-VALORIZAÇÃO DOS ATIVOS

Dentre as empresas de pequena e média capitalização listadas em bolsa no Brasil, várias apresentam fundamentos sólidos e boas perspectivas de crescimento e geração de caixa. Mesmo assim, suas ações são constantemente negligenciadas pelo mercado.

Em geral, as SMCs apresentam baixa liquidez, pouca visibilidade e insuficientes práticas de comunicação com o mercado - que "retribui" descontando o preço desses ativos.

A restrição de liquidez dificulta a entrada (compra) e a saída (venda) das operações, implicando em um prazo de maturação mais longo do investimento e a necessidade de participação ativa do investidor no processo de criação e liberação de valor. Como a maior parte dos investidores tem horizonte de investimento relativamente curto e

<sup>1</sup> *Small and Medium Caps*

pouca experiência em operações estruturadas de compra ou venda (*spin-offs*, *block trades*, venda para compradores estratégicos etc.), a baixa liquidez na prática impede a montagem de posições nessa classe de ativo.

Por outro lado, a escassez relativa de informações das SMCs vis-à-vis as empresas de grande capitalização é notória. Os grandes bancos e corretoras tendem a concentrar sua pesquisa e atividade de *market-making* em ações de empresas mais líquidas e de maior capitalização. Os grandes investidores institucionais, com bilhões de dólares para alocar, naturalmente tendem a concentrar seus recursos nessas empresas. Não apenas preferem o risco menor percebido das "*blue chips*": simplesmente são grandes demais para investir nas pequenas.

A limitação de cobertura e visibilidade cria um mercado menos eficiente no segmento de SMCs, que se traduz em oportunidades interessantes para investidores com horizontes longos, e que se servem de pesquisa independente e proprietária para tomar suas decisões de alocação de recursos. O conhecimento é mais difícil de ser obtido, mas sua natureza proprietária lhe confere grande valor.

## INVESTINDO EM SMCs

Para a IP, a baixa liquidez das ações de SMCs não é um problema. Pelo contrário: de um lado, por conta das distorções significativas de preço/valor, é um convite para a condução de intensa atividade de pesquisa interna; por outro, funciona como uma espécie de barreira à entrada, limitando a concorrência por ativos que julgamos sub-avaliados pelo mercado.

A estratégia historicamente adotada pela IP para explorar as distorções de preço/valor das SMCs é adquirir parcela significativa do seu capital em bolsa ou em negociação privada e atuar como sócio estratégico junto aos demais acionistas até o evento de saída. Denominamos essa modalidade de investimento de PIPE.

De forma simplificada, PIPEs, ou *Private Investments in Public Equities* representam investimentos em empresas de capital aberto que, em função da baixa liquidez de suas ações e do alto envolvimento do investidor no processo de geração e extração de valor para os acionistas, se assemelham a investimentos em empresas privadas (*Private Equity*).

O ciclo de investimento de um PIPE típico da IP é longo, e envolve, em geral, quatro passos:

1. Identificação de ações de empresas de capital aberto que estejam sendo negociadas a um desconto significativo com relação ao seu valor intrínseco.
2. Aquisição de parcela significativa do capital dessa empresa no próprio mercado ou através de uma negociação privada.
3. Participação ativa no processo de geração de valor para os acionistas: indicando membros para Conselhos de Administração, Fiscal ou Consultivo das empresas e agregando valor nas matérias nas quais temos expertise, tais como alocação de capital, avaliação de aquisições, comunicação com o mercado, remuneração de executivos, etc.

4. Saída do investimento: venda para os controladores, *block-trade*, *spin-off*, venda para compradores estratégicos, oferta pública de capital, fechamento de capital, etc.

Os PIPEs não são novidade no processo de gestão da IP. Ao longo da história do IP-Participações, efetuamos operações bem sucedidas nesse formato, produzindo retornos que em muito contribuíram para a performance do Fundo. Os casos de Saraiva e Coteminas - ainda em curso e detalhados ao longo deste relatório - são exemplos recentes do potencial dessa modalidade de investimento.

Vale ressaltar que diante do contexto macroeconômico favorável, optamos por intensificar os esforços de identificação e ativação de novas oportunidades no segmento de SMCs, e a tendência é que ao longo dos próximos anos a modalidade PIPE se torne ainda mais relevante para os fundos da Investidor Profissional.

## IP-PARTICIPAÇÕES

---

A variação no valor de mercado das posições do IP-Participações em junho foi de 3,01% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de fevereiro de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 2.206% em dólares, rentabilidade média de 26,75% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 17,67% ao ano em dólares e o CDI de 18,59% ao ano em dólares.

### CARTEIRA

O IP-Participações encerrou o primeiro semestre de 2006 com valorização de 18,07%. A rentabilidade no período teve como principal influência a performance das ações de Saraiva e Globex, e dos Bônus do Banco do Brasil<sup>1</sup>, que registraram altas de 32,38%, 47,81% e 69,13%, respectivamente. Contribuíram negativamente para a performance do Fundo as ações de Pão de Açúcar e Braskem que registraram quedas de 12,85% e 26,43%, respectivamente.

Ao longo do segundo trimestre de 2006, o percentual comprado variou principalmente em função da Oferta Pública de Ações da Saraiva, realizada no início de abril. Após a venda, a exposição do Fundo caiu para 78%. No entanto, ao longo dos meses de maio e junho, de forma a aproveitar as oportunidades oferecidas pela queda do mercado, o percentual comprado foi aumentado para 91% (comentamos mais sobre a queda do mercado no relatório do IP-Equity Hedge).

A operação envolvendo ações da Saraiva é um evento importante para o IP-Participações. A seguir relembremos um pouco da história desse investimento e comentamos suas perspectivas para os próximos anos.

### SARAIVA

A Saraiva nos chamou atenção pela primeira vez em 1995. Já naquela época, a empresa possuía ativos de grande qualidade: era editora líder em livros jurídicos e crescia rapidamente no segmento de didáticos. Sua rede de livrarias era a que mais faturava no setor e havia sinais de que os controladores e executivos eram competentes, experientes e conheciam muito o mercado de livros no Brasil.

A empresa tinha receita de US\$130 milhões ao ano e uma geração operacional de caixa (EBITDA) de US\$20 milhões. Não era endividada - ao contrário, mantinha US\$10 milhões em caixa. O valor de mercado da Saraiva em 1995 girou em torno de US\$ 40 milhões, o que indicava múltiplos de EV/EBITDA de apenas 1.5. Suas ações, apesar de pouquíssimo líquidas, representavam uma clara oportunidade. Quanto mais estudávamos a empresa, maior era a nossa vontade de investir.

Começamos a comprar pequenos lotes já em 1995. Logo, buscamos conhecer melhor os controladores e executivos da empresa. Foi quando tivemos nossa primeira reunião com Ruy Gonçalves (Diretor Superintendente) e Jorge Saraiva (Presidente do Conselho de Administração). Apresentamos a IP, mostramos o trabalho que estávamos fazendo com Lojas Renner e o potencial que víamos na Saraiva. A receptividade dos dois foi encorajadora.

Durante a reunião, soubemos de um grande acionista interessado em vender sua participação. Poucos meses depois havíamos adquirido 40% do lote e acumulado uma posição de tamanho adequado ao IP-Participações.

Mantivemos contato junto à empresa, contribuindo com sugestões nos assuntos que julgávamos compreender. Nossa atuação ficou concentrada na estrutura de capital, de remuneração, e como participante externo para auxiliar em decisões importantes mas difíceis para a empresa.

Para dar espaço a esse tipo de discussão, a Saraiva criou um conselho consultivo. Fórum onde conselheiros, controladores e executivos poderiam discutir assuntos cuja contribuição dos investidores poderia ser proveitosa. Idéias como a construção de um novo prédio para a empresa e fontes alternativas de capital eram amplamente

<sup>1</sup> Até 23 de fevereiro de 2006, momento da venda pelo IP-Participações

debatidas e decididas por seus méritos. Deste conselho surgiu o programa de incentivo aos executivos via *stock options*.

Assim como em outros investimentos da IP, havia um esforço grande em convencer os controladores da Saraiva da importância da proteção dos acionistas minoritários.

Naquela época, no entanto, a argumentação não passava da teoria para as empresas. Não havia exemplos práticos, como hoje, de que ao proteger o acionista a empresa seria recompensada com uma melhor avaliação das suas ações.

Mas ao contrário do caso Renner, e talvez em parte motivado por ele, os controladores da Saraiva decidiram, em 2000, tomar um passo pioneiro para o mercado de capitais brasileiro. Permitiram a migração voluntária dos seus acionistas preferencialistas para uma nova classe de ações com direito ao *tag along*.

O conselho consultivo existiu até 2002, quando a Saraiva passou a contar com um conselheiro independente em seu Conselho de Administração. A formalização do contato com minoritários foi positiva, já que perpetuou no estatuto da Saraiva uma prática valiosa para a empresa e seus acionistas. Na condição de maiores acionistas minoritários, indicamos uma pessoa com perfil adequado aos desafios da empresa para ocupar a posição.

## OFERTA PÚBLICA

No início de 2004, apesar das evoluções operacionais e de governança, as ações da Saraiva permaneciam, na nossa visão, sub-avaliadas pelo mercado.

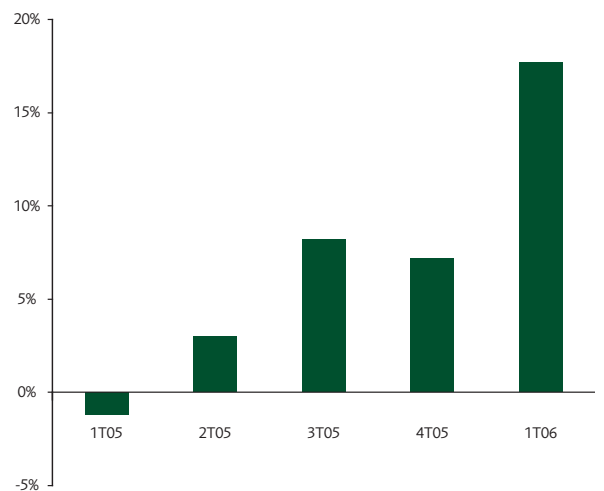
Incentivamos a empresa a contratar uma assessoria de relações com investidores. Esta empresa atualizou os padrões de comunicação da Saraiva com o mercado, que começou a fazer teleconferências trimestrais aos investidores e entrou em contato com os principais bancos de investimento para participar de eventos. A Saraiva voltou, também, a fazer apresentações trimestrais para o mercado.

Enquanto isso, havia preocupação com o negócio de varejo. Escondida atrás da rentabilidade do negócio da Editora, a Livraria demorava para se desenvolver. O negócio ainda sofria com os problemas causados pela crise no Brasil em 2002, que levou ao forte aumento dos custos de aluguel (que são atualizados pelo IGP-M) enquanto o varejo vivia um momento de altas taxas de juros e aversão ao consumo.

Em abril de 2005, decidiu-se pela contratação de Marcílio Pousada como novo CEO, com experiência em varejo pela Wal-Mart Brasil, Submarino e OfficeNet. Contratou-se também um novo diretor de compras e novo diretor de marketing.

Esse time deu prosseguimento à recuperação dos resultados da Livraria. Na parte de custos e despesas, renegociaram contratos de aluguel e consignação de livros. Na parte de vendas, houve evoluções no *layout* das lojas, marketing de produtos e uma renovação do site na internet. As vendas começaram a se recuperar fortemente a partir da metade de 2005.

## VENDAS COMPARÁVEIS ANO CONTRA ANO - LIVRARIA

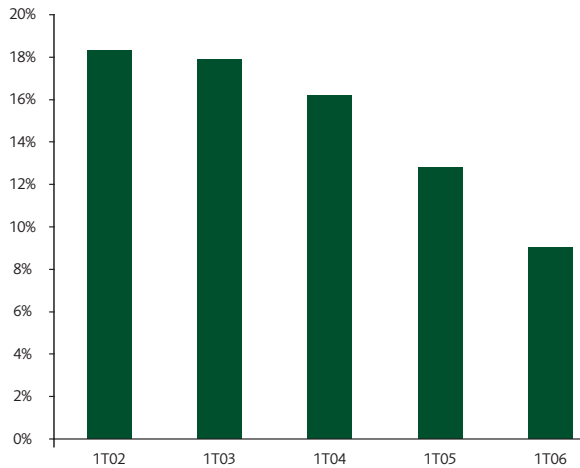


fonte: Saraiva (Release 1T06)

Os novos executivos vêm combinando ganhos de eficiência em capital de giro com maior agressividade nas condições de pagamentos para clientes e renovadas estratégias de fidelização. Têm conquistado, assim, uma recuperação expressiva no crescimento das

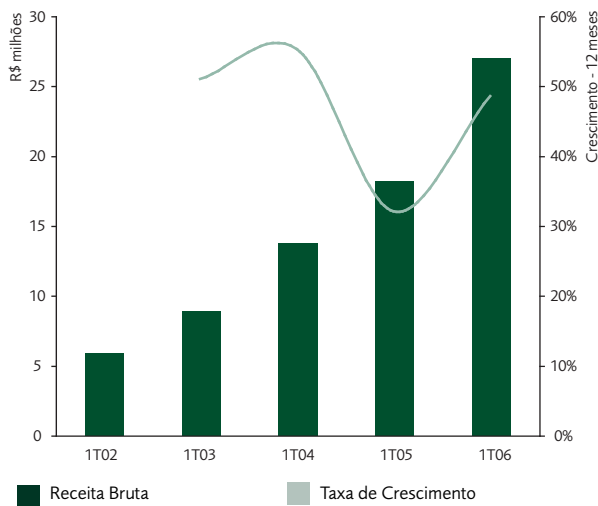
vendas e do *market share*. Adicionalmente, mudanças na Saraiva.com, como a inclusão das categorias de eletrônicos e livros importados, aceleraram seu ritmo de crescimento, fazendo com que hoje seja responsável por 26% da receita da Livraria.

#### CAPITAL DE GIRO/RECEITA BRUTA - LIVRARIA



fonte: Saraiva (Release 1T06)

#### SARAIVA.COM



fonte: Saraiva (Release 1T06)

Ganhos de rentabilidade aconteceram também na Editora, com a isenção de PIS/COFINS sobre vendas de livros e pela boa performance das vendas ao governo. Dessa forma, o ano de 2005 fechou com lucro recorde, o dobro de 2004.

Ainda assim, as ações permaneciam com preços muito baixos, não refletindo a evolução da empresa. A principal justificativa era a baixa liquidez das ações. A empresa chegou a abrir um período de recompra de ações mas percebeu que, apesar de contribuir para o preço da ação, as compras agravariam o problema da liquidez.

Atenta ao problema, a empresa realizou, em janeiro de 2005, uma bonificação na qual todos acionistas receberam uma ação preferencial para cada 10 ações que tivessem – sendo elas preferenciais ou ordinárias. Aumentou, dessa maneira, o percentual de ações preferenciais sobre o total - o que contribuiu para a liquidez.

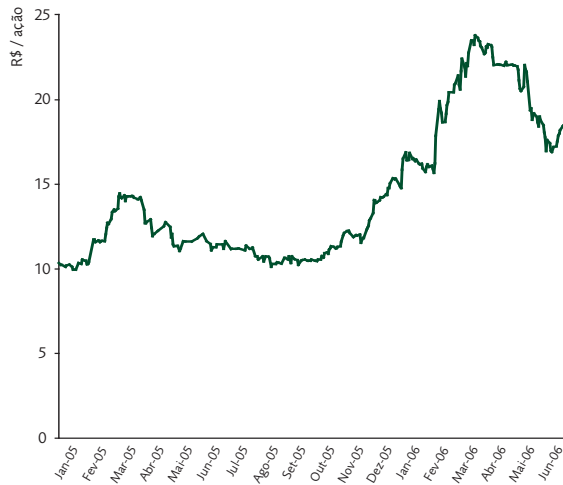
A IP, por outro lado, detinha 50% das ações preferenciais da empresa, restringindo o seu *free float* para 23% do capital total. Concluímos que a única forma de resolver definitivamente o problema seria pulverizar uma parcela das nossas ações a mercado por preços que, apesar de embutir parte dos ganhos com a evolução operacional, ainda seriam atraentes para seus compradores.

Em abril de 2006, a operação foi concluída com sucesso. Visitou-se mais de 100 investidores no Brasil, Europa e Estados Unidos. A grande maioria dos estrangeiros nunca tinha ouvido falar na Saraiva. No final, 60 investidores institucionais participaram da operação, sendo 50 estrangeiros. Enquanto isso, a oferta de varejo contribuiu para o aumento do número de acionistas preferencialistas de 492 para 5.620 investidores.

Cerca de US\$80 milhões foram movimentados, enquanto houve demanda para mais de US\$200 milhões. O preço final ficou em R\$22 por ação, uma significativa recuperação se considerarmos os preços observados em 2005.



## SARAIVA PN



fonte: Economática

A operação muda a empresa de patamar como companhia de mercado. No âmbito da oferta, a Saraiva aderiu ao Nível 2 da Bovespa, dando mais um passo decisivo no sentido da proteção dos minoritários.

A liquidez observada das ações após a oferta é de cerca de US\$1 milhão por dia, contra US\$50 mil por dia seis meses antes. A empresa passa a ser acompanhada por um número maior de analistas, dentre os quais alguns dos maiores investidores do mundo. Além disso, mais bancos de investimento passaram a cobrir a ação. Isso tem um efeito positivo para a gestão da empresa, que passa a depender do crivo de um número maior de investidores qualificados.

A IP permanece como maior acionista minoritário, com 21% das ações preferenciais. A empresa é hoje a segunda maior posição do IP-Participações, representando cerca de 12% do portfólio.

As perspectivas para o investimento são excelentes. Tanto 2006 quanto 2007 serão anos de forte demanda do governo, graças ao PNLEM<sup>2</sup> e ao PNLD<sup>3</sup>. Entre os principais grupos editoriais, a Saraiva foi a empresa que obteve o maior índice de aprovação dos livros inscritos na avaliação qualitativa do MEC para a participação no PNLD/07.

<sup>2</sup> Programa Nacional do Livro para o Ensino Médio

<sup>3</sup> Programa Nacional do Livro Didático

Acreditamos que ainda existe espaço para melhorias significativas na operação da Livraria. Confiamos na capacidade dos executivos de darem prosseguimento ao crescimento orgânico, com a expansão da rede de lojas e incremento das vendas pela internet. Aliado a continuados avanços na eficiência operacional, esperamos crescimento consistente da rentabilidade da operação.

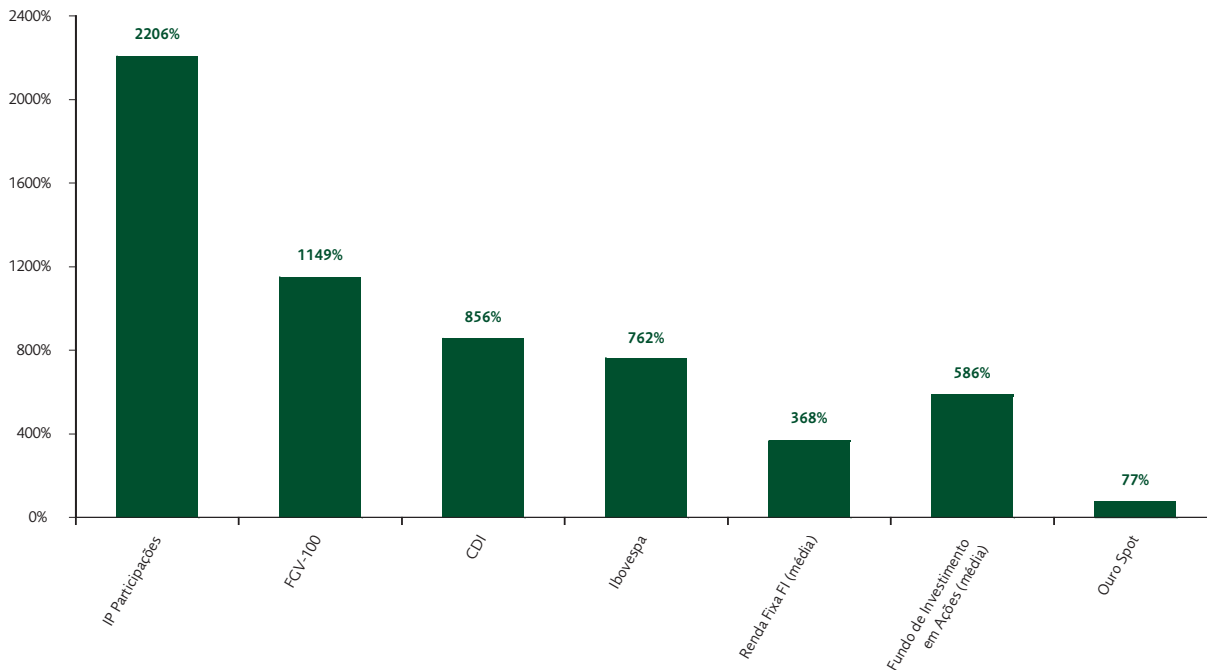
Por fim, graças à parcela primária da oferta, a empresa tem hoje cerca de 80 milhões de reais de caixa líquido para aproveitar oportunidades de aquisição em ambos os negócios. No passado, demonstrou habilidade e capacidade de forte geração de valor nessa atividade.

Continuamos a ver na empresa um excelente investimento. A equipe da IP tem grande satisfação de ter participado do desenvolvimento da Saraiva nos últimos 11 anos.

# PERFORMANCE

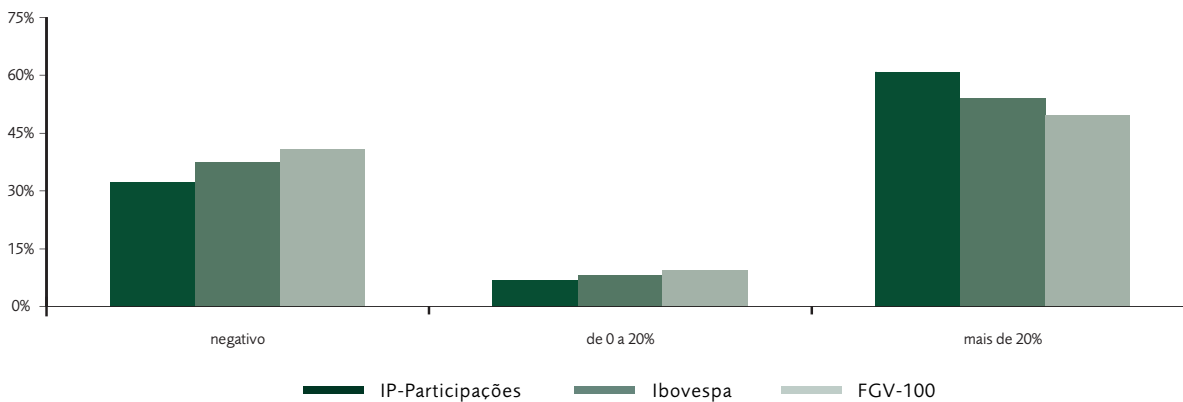
## Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93 até 30/06/06)



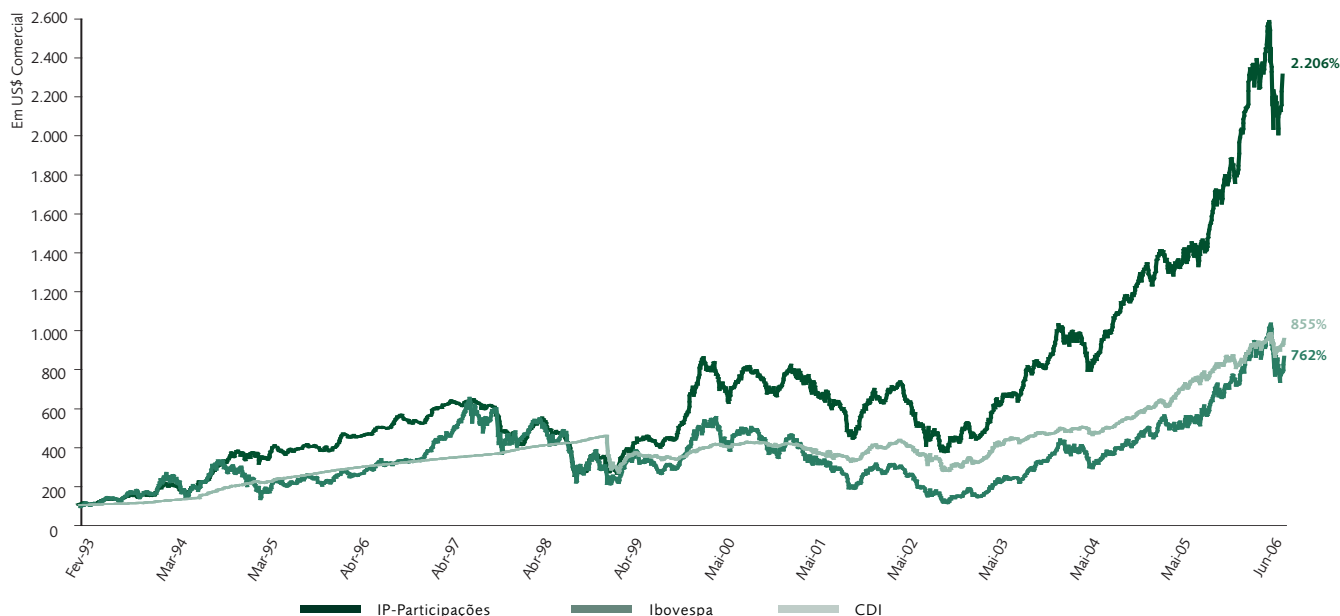
## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de Retornos Anuais ("trailing" diário de 26/02/93 até 30/06/06)



Rentabilidade (R\$)	IP- Participações FIA	Ibovespa Médio	CDI	Rentabilidade (R\$)	IP- Participações FIA	Ibovespa Médio	CDI
Junho 06	3,01%	-0,45%	1,18%	2006 (YTD)	18,07%	10,24%	7,76%
Maio 06	-6,86%	-8,19%	1,28%	2005	19,00%	27,06%	19,00%
Abril 06	4,52%	6,08%	1,08%	2004	30,00%	17,74%	16,17%
Março 06	0,89%	-1,75%	1,42%	2003	60,62%	97,10%	23,25%
Fevereiro 06	4,86%	1,19%	1,14%	2002	9,01%	-17,80%	19,11%
Janeiro 06	11,29%	14,36%	1,43%	2001	10,39%	-9,79%	17,29%
Dezembro 05	6,69%	5,20%	1,47%	12 meses	46,76%	45,60%	17,72%
Novembro 05	4,24%	5,47%	1,38%	60 meses	218,96%	152,91%	138,53%
Outubro 05	0,08%	-4,36%	1,40%	Desde 26/02/93 (1)(2)	2.205,76%	762,26%	855,50%
Setembro 05	10,54%	12,20%	1,50%	Retorno anualizado (1)(2)	26,75%	17,67%	18,59%
Agosto 05	3,11%	7,00%	1,65%	Volatilidade histórica	24,44%	41,79%	13,44%
Julho 05	-2,02%	3,66%	1,51%				

(1) Em dólares  
 (2) Início do Fundo em 26/02/93  
 Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 146.023



## INFORMAÇÕES

### FUNDO

O IP-Participações é um Fundo de Investimento em Ações regulamentado de acordo pela Instrução nº 409 da CVM.

### OBJETIVO

O objetivo do Fundo é proporcionar elevados retornos absolutos no longo prazo a partir do investimento em ações de empresas que estejam sendo negociadas em bolsa de valores com desconto significativo em relação ao seu valor justo.

### 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. A estratégia a ser seguida é a de concentrar a carteira do Fundo em ações de empresas que apresentem potencial de elevada rentabilidade no longo prazo em função de vantagens competitivas sustentáveis. Quando julgar conveniente, a Investidor Profissional (IP) adotará postura colaborativa em relação às empresas nas quais o Fundo efetuar investimentos. Da mesma forma, a IP se propõe a exercer o direito de indicar conselheiros nas empresas investidas quando julgar necessário. A melhor forma de definir o Fundo é compará-lo com uma companhia de participações minoritárias em empresas de capital aberto.

A IP busca, subordinadamente aos investimentos descritos acima, investir parte dos recursos do Fundo de forma mais transitória em ações cujas características as leve a apresentar uma relação risco/retorno mais atraente do que a das aplicações de renda fixa disponíveis.

Em função da estratégia a ser seguida, espera-se que as cotas do Fundo apresentem pouca correlação com o mercado, definindo-se este como o IBOVESPA.

### PÚBLICO ALVO

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

### CATEGORIA ANBID

Fundo de Ações Outros



### PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

**Aplicação mínima:** R\$ 100 mil

**Movimentações mínimas subsequentes:** R\$ 20 mil

**Saldo mínimo remanescente:** R\$ 100 mil

**Horário limite para movimentações:** 14:00 h

**Conta do fundo (para TED):** Banco Itaú (341) – ag 2001 – cc 09.317-4  
IP-Participações FI em Ações – CNPJ 29.544.764/0001-20

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

**Resgate programado (isento de taxa de saída):**

- Solicitação do resgate: Até o dia 10 de cada mês.
- Conversão de cotas no resgate: D - 3 do último dia útil do mês.
- Pagamento do resgate: Último dia útil do mês.

**Resgate com liquidez diária (com taxa de saída):**

- Solicitação do resgate: Diário
- Conversão de cotas no resgate: D + 1 da solicitação.
- Pagamento do resgate: D + 4 da solicitação.
- Taxa de saída: 5% sobre o resgate, revertendo ao Fundo.

**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.

### INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

**Gestor:** Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

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

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

**Administrador e Distribuidor:** Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

Tel: (21) 3974 4601 / Fax: (21) 3974 4501

[www.mellonbrasil.com.br](http://www.mellonbrasil.com.br) / [clientservice@mellonbrasil.com.br](mailto:clientservice@mellonbrasil.com.br)

**Custodiante:** Banco Itaú S.A.

**Auditor:** KPMG

O IP-Equity Hedge apresentou valorização de 2,34% no mês de junho. No ano de 2006, o Fundo acumula valorização de 11,75%, ou 151,3% do CDI. Desde 7 de julho de 2003, início das atividades, o Fundo apresentou desempenho de 85,48%, ou 134,6% do CDI.

### INTRODUÇÃO

O primeiro semestre de 2006 foi bastante agitado para o mercado de ações brasileiro. Até maio, as fortes compras dos estrangeiros empurraram as cotações para cima. O Ibovespa chegou a registrar alta de 27% no ano, para depois cair fortemente - até meados de junho, o Ibovespa havia perdido 21% do seu valor de pico.

Os motivos para a queda foram, principalmente, externos. Investidores no mundo inteiro estão cautelosos quanto aos riscos da economia dos Estados Unidos. De um lado, vêm a possibilidade de inflação alta. Do outro, o risco do consumidor finalmente sucumbir a um mercado imobiliário em desaceleração, dívidas crescentes e uma taxa de juros cada vez maior. Soma-se a isso a magnitude do déficit de conta corrente do país. E, por fim, existe a aparente dificuldade de Ben Bernanke, sucessor do "mago" Alan Greenspan, em se comunicar com o mercado.

O que aconteceu em maio e no início de junho é o que se pode chamar de corrida por qualidade. Já que problemas nos Estados Unidos podem gerar problemas ainda maiores nos países emergentes (na verdade no mundo todo), os investidores fogem em massa para ativos de baixo risco. Com a alta dos juros americanos, o custo de oportunidade de investir em ativos arriscados aumentou, o que torna a decisão ainda menos favorável para os emergentes. Como a liquidez desses mercados é relativamente pequena para um movimento de tal forma desordenado, os preços despencam.

Ao longo do semestre, a exposição do Fundo foi ajustada de modo a refletir nossa avaliação da relação entre preço e valor justo das empresas. Não temos pretensão de acertar o tempo do mercado. (Pelo contrário,

acreditamos que isso é receita para resultados abaixo da média). Mesmo assim, o foco nos preços nos orientou a reduzir a exposição do Fundo no início de maio e – durante a queda – a aproveitar as oportunidades que apareceram.

Ao final de junho, a exposição bruta ao mercado de ações ficou em 71,75% e a exposição líquida em 21,25% do patrimônio do Fundo.

No trimestre, a principal contribuição positiva veio das operações no setor de Telecomunicações: Telemar ON e Brasil Telecom Holding ON. As operações com estas duas empresas já faziam parte do Fundo, mas ao longo do trimestre, com a forte volatilidade do mercado, conseguimos fazer investimentos adicionais com preços atrativos.

Uma das principais contribuições negativas foi a posição comprada em Coteminas. A seguir, comentamos as evoluções recentes da empresa, enfocando as complicadas transações envolvidas no processo de fusão com a Springs.

### COTEMINAS

No dia 26 de janeiro de 2006, a Coteminas concluiu a operação de associação com a Springs Global(SG). Como comentamos no Relatório de Gestão de dezembro de 2005, esta operação coloca a empresa numa posição privilegiada dentro do novo cenário de competição global trazido pelo fim do Acordo Multifibras.

A avaliação dos ativos operacionais de Coteminas (US\$700 milhões) somada à participação que detém na Santanense e ao fato de que 4% de seu capital seria recomprado e cancelado, revelava então um valor justo de R\$300/ação. Este valor não considerava sinergias

estimadas em US\$50-100 milhões, a serem capturadas até meados de 2007, e eventuais investimentos marginais para expansão de capacidade proporcionados pela complementariedade das operações de Coteminas e Springs. Esses dois efeitos podem adicionar R\$100/ação ao valor justo.

Os detalhes de acertos financeiros da transação foram divulgados no início do ano. Antes, havia sido divulgado que a Coteminas receberia US\$100 milhões líquidos pelas diferenças de avaliação dos ativos operacionais. No entanto, a engenharia financeira para que a empresa recebesse essa quantia acabou ficando um pouco mais complexa. A própria Coteminas emitiu uma nota promissória (NP) de R\$570 milhões e repassou essa dívida para a Springs Global (SG), permanecendo com o caixa captado na emissão da NP. A Springs deveria trazer aproximadamente US\$60 milhões de dívida para a SG. A um câmbio de R\$2,20, a dívida total da SG seria de US\$320 milhões. Como a Coteminas consolidaria 50% dessa dívida, significa que seu passivo seria de US\$160 milhões enquanto seu caixa estaria com os US\$260 milhões (R\$570 milhões) da NP. Logo, o efeito líquido seria de US\$100 milhões para a Coteminas.

No entanto, a Springs acabou repassando US\$180 milhões de dívida para a SG que então somou US\$440 milhões de dívida bruta total. Por conta disso, além dos R\$570 milhões recebidos em caixa, a Coteminas ficou com quase 62% do capital da SG, ao invés dos 50% inicialmente acertados. Esses 12% de participação além do previsto podem voltar para as mãos dos acionistas da Springs e de seus executivos através de opções de compra de ações da SG concedidas aos mesmos. Significa que a Coteminas continua recebendo US\$100 milhões líquidos, ou pode vir a receber menos que isso, mas por outro lado fica com 62% da SG (embora seja bastante provável que os acionistas e executivos de Springs venham a exercer suas opções de compra).

O primeiro resultado trimestral da SG foi divulgado em maio. A companhia obteve R\$1,3 bilhão em vendas líquidas ou US\$607 milhões - que se anualizados já ultrapassam um pouco os US\$2,4 bilhões de faturamento obtidos em 2005. A margem bruta de 11,5% ainda mostra os pesados custos relacionados à permanência temporária da maior parte dos ativos produtivos nos Estados Unidos. No entanto, a SG já gastou R\$83 milhões em custos de reestruturação, basicamente no pagamento de indenizações pelo anúncio de fechamento da maior parte das fábricas nos Estados Unidos; fábricas que, inclusive, estão em processo de mudança para o Brasil e a Argentina. A geração de caixa da SG ex-custos de reestruturação ficou em R\$74 milhões nesse trimestre, uma margem de 5,7% que assusta se comparada ao nível de 25-30% alcançado pela Coteminas no passado. Entretanto, a administração da Coteminas se mostra cada vez mais confiante no aproveitamento completo das sinergias estimadas, que devem levar a uma margem EBITDA de 15% (equivalente a mais de US\$350 milhões de geração de caixa).

O resto do ano de 2006 será de reestruturação e transição para SG e, portanto, para a Coteminas. Somente em 2007 devemos ver os resultados positivos da associação de ativos com a Springs. Estimamos que a SG gere em torno de R\$385 milhões de EBITDA em 2006, muito abaixo de seu potencial de R\$783 milhões que deve vir somente em 2007. Sendo assim, a geração de caixa consolidada da Coteminas em 2006 deve chegar a R\$270 milhões (62% de R\$385 milhões + 52% dos R\$61 milhões estimados para a Santanense).

Já em 2007, com a finalização da transferência das plantas para o Brasil, a Coteminas deve consolidar uma geração de caixa de R\$517 milhões (62% de R\$783 milhões da SG somados a R\$32 milhões vindo da Santanense). A Coteminas fechou o 1T06 com R\$492 milhões em caixa (dos R\$570 milhões recebidos, utilizou pouco mais de R\$70 milhões para saldar algumas dívidas).

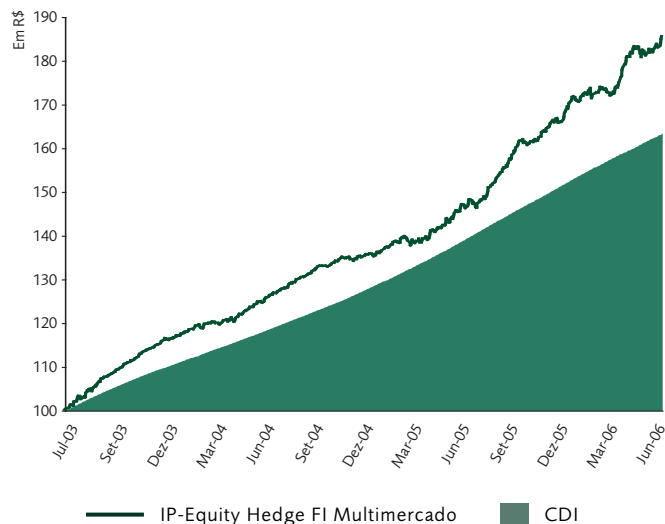
Com isso, estamos diante de uma companhia que negocia a um múltiplo EV/EBITDA de 4,9 x para 2006 e de apenas 2,4 x para 2007: números extremamente baixos para um ativo da qualidade da Coteminas com elevada segurança societária (*tag-along* para as PNs).

A queda de 11% de CTNM4 registrada nesse segundo trimestre de 2006 é resultado da comunicação insuficiente da empresa com o mercado num momento de transição em que existem uma série de dados e fundamentos novos a serem digeridos. Há enorme dificuldade em entender as reais dimensões positivas das perspectivas da operação com a Springs.

Após o ano de 2006, quando os resultados começarem a aparecer e quando também começa a se aproximar o prazo para que a SG se torne uma companhia aberta<sup>1</sup>, acreditamos que os fundamentos da "nova Coteminas" devem se tornar mais transparentes para o mercado. Continuamos muito confiantes na qualidade do ativo e nas perspectivas de geração de valor do investimento nas ações de Coteminas.

<sup>1</sup> Resultado da venda da participação da Heartland (private equity que originalmente detinha 49% da Springs).

## DIVULGAÇÃO DE PERFORMANCE



## INFORMAÇÕES

### FUNDO

O IP-Equity Hedge é um Fundo de Investimento Multimercado regulamentado pela Instrução nº 409 da CVM.

### OBJETIVO

O objetivo do Fundo é proporcionar ganhos de capital superiores ao rendimento do CDI em períodos de um ano, combinando lastro em títulos públicos federais com uma gestão ativa de investimentos concentrada no mercado de ações, utilizando 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. Adicionalmente, 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-Equity Hedge atingir os níveis de rentabilidade desejados sem incorrer nos riscos causados pelo excesso de alavancagem.

### PÚBLICO ALVO

Investidores pessoas físicas, pessoas jurídicas e fundos de investimento, 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

Fundo Multimercado com Renda Variável com Alavancagem



Rentabilidade (R\$)	IP-Equity Hedge FI Multimercado	CDI	% CDI
Junho 06	2,34%	1,18%	198,3%
Mai 06	0,21%	1,28%	16,6%
Abril 06	5,06%	1,08%	470,4%
Março 06	0,03%	1,42%	2,1%
Fevereiro 06	0,85%	1,14%	74,8%
Janeiro 06	2,80%	1,43%	196,5%
Dezembro 05	1,44%	1,47%	98,0%
Novembro 05	1,63%	1,38%	118,2%
Outubro 05	1,71%	1,40%	121,8%
Setembro 05	3,86%	1,50%	257,6%
Agosto 05	3,50%	1,65%	211,9%
Julho 05	0,17%	1,51%	11,3%
2006 (YTD)	11,75%	7,76%	151,3%
2005	22,84%	19,00%	120,2%
2004	16,73%	16,17%	103,4%
2003 (1)	15,82%	9,76%	162,1%
12 meses	26,17%	17,72%	147,6%
Desde 07/07/2003 (1)	85,48%	63,51%	134,6%
Volatilidade Histórica	3,97%	0,50%	

(1) Início do Fundo em 07/07/03  
Média PL últimos 12 meses (mil): R\$ 142.915

### PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Aplicação mínima: R\$ 100 mil

Movimentações mínimas subsequentes: R\$ 20 mil

Saldo mínimo remanescente: R\$ 100 mil

Horário limite para movimentações: 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Itaú (341) – ag. 2001 – cc. 12.032-4  
IP-Equity Hedge FI Multimercado – CNPJ 05.728.069/0001-50

Conversão de cotas na aplicação: D0 da disponibilidade dos recursos.

Resgate programado (isento de taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Até o dia 10 de cada mês.
- Conversão de cotas no resgate: D - 1 do último dia útil do mês.
- Pagamento do resgate: Último dia útil do mês.

Resgate com liquidez diária (com taxa de saída):

- Solicitação do resgate: Diária
- Conversão de cotas no resgate: D + 3 da solicitação.
- Pagamento do resgate: D + 4 da solicitação.
- Taxa de saída: 5% sobre o resgate, revertendo ao Fundo.

Taxa de administração:

- 2% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- Computando-se eventuais investimentos do Fundo em outros fundos, poderá atingir no máximo 2,5% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.

Taxa de performance:

- 20% sobre o ganho que exceder o CDI. 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, ou no resgate se ocorrer em outra data.

### 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: Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

Tel: (21) 3974 4601 / Fax: (21) 3974 4501

www.mellonbrasil.com.br / clientservice@mellonbrasil.com.br

Custodiante: Banco Itaú S.A.

Auditor: KPMG

## ALEATÓRIAS

---

*"Ações são simples. Tudo o que você deve fazer é comprar ações num negócio muito bom, por menos do que o valor intrínseco do negócio, e com dirigentes da mais alta integridade e capacidade. E então, você detém aquelas ações para sempre."*

*"Procuramos comprar não apenas boas empresas, mas aquelas administradas por dirigentes de alto padrão, talentosos e agradáveis. Se cometermos um erro relativo ao dirigente com quem nos ligarmos, a controlada oferece uma certa vantagem porque temos o poder de fazer uma mudança. Na prática, entretanto, esta vantagem é um tanto ilusória: mudanças na administração, como mudanças conjugais, são dolorosas, consomem muito tempo e dependem da sorte"*

*"Não consigo me envolver em 50 ou 75 coisas. Esse é um estilo de investir da Arca de Noé – dessa forma você acaba tendo um jardim zoológico. Gosto de colocar quantias significativas em poucas coisas."*

*"Quanto mais diversificação houver, tanto mais o desempenho tenderá a ser mediano, na melhor das hipóteses. Nós concentramos nossas posições em poucas empresas que se enquadram nos nossos critérios de investimento. Boas idéias de investimento – isto é, as empresas que se enquadram nos nossos critérios – são difíceis de encontrar."*

*"O futuro nunca é claro; você paga um preço bastante alto no mercado acionário por um consenso alegre. Na verdade, a incerteza é amiga do comprador de valores para o longo prazo."*

Warren Buffett

*"O espetáculo dos mercados de investimento modernos tem me empurrado, às vezes, em direção à conclusão de que tornar a compra de um investimento permanente e indissolúvel, como o casamento, exceto por motivo de morte ou outra causa grave, poderia ser um remédio útil para os nossos males contemporâneos. Pois isto obrigaria o investidor a dirigir sua mente para as perspectivas de longo prazo, e apenas para estas." – J.M. Keynes*

---





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**