



RELATÓRIOS DE GESTÃO

QUARTO TRIMESTRE / 2010



INVESTIDOR
PROFISSIONAL
DESDE 1988

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Investidor Profissional, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBIMA. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Nos fundos geridos pela 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. Os fundos multimercados e de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os fundos de crédito privado estão sujeitos a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Os fundos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, os fundos deixaram de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passaram a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento. 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

PIPA	3
Introdução	6
IP-Participações	11
IP-Value Hedge	17
IP-Global	19
Performance	27
Informe IP-Participações	27
Informe IP-Value Hedge	28
Informe IP-Global	30
Aleatórias	32

Começamos com um comentário sobre o PIPA, iniciativa pioneira da IP em parceria com o MAM-RJ, que criou o maior prêmio de arte do Brasil (como comentamos no RG do 1o. trimestre de 2010).

VENCEDORES PIPA 2010

Os ganhadores do PIPA 2010 foram Renata Lucas pelo júri oficial, Marcelo Moscheta pelos votos dos visitantes do MAM e Ana Paula Oliveira pelo PIPA Online. O vídeo onde Gilberto Chateaubriand, presidente do Juri de Premiação, anuncia os vencedores pode ser visto em www.premiopia.com.br/?p=4073 (ou www.pipaprize.com/?p=2307 com legendas em inglês).

Outro destaque é que Cinthia Marcelle, uma das 4 finalistas que participaram da exposição no MAM, também ganhou o "Future Generation Art Prize", outro prêmio recém-criado para artistas emergentes, no caso com foco global.

Em breve serão postados no site do PIPA reproduções dos trabalhos que os artistas finalistas doaram ao acervo do MAM, assim como os dos vencedores do Juri popular e oficial ao Instituto Investidor Profissional.

ARTE E PESQUISA & DESENVOLVIMENTO

Recente matéria no caderno EU&Fim de semana do Valor (que consideramos uma das melhores publicações brasileiras da atualidade) discute os investimentos em P&D no Brasil. Temos algumas questões fundamentais em relação aos números do segmento, dado que os incentivos (fiscais, de mídia) tendem a reduzir a credibilidade dos mesmos. Um dos pontos levantados foi o de que no Brasil haveria um desequilíbrio muito grande entre pesquisa e desenvolvimento. A maior parte dos investimentos na categoria seria dedicado ao desenvolvimento e/ou adaptação de tecnologias e produtos, pouco sendo feito em termos de pesquisa

pura. O artigo, como todos os bons textos, nos provocou uma reflexão crítica sobre o assunto:

Obras de arte são capazes de estimular e comunicar idéias de forma que a linguagem formal não alcança. Assim como a leitura, música e dança, as artes plásticas "esticam e provocam a mente", levando em muitos casos à criação de raciocínios e *frameworks* a que não chegaríamos (ou demoraríamos mais) sem elas. Temos elevado grau de convicção de que muitas idéias originadas nas artes em suas mais puras formas são desenvolvidas em tecnologias, produtos e serviços.

O PIPA é um investimento em P&D que certamente não aparece como tal nas estatísticas.

HIGHLIGHTS DAS ENTREVISTAS DOS ARTISTAS

Se por um lado é por definição impossível transmitir em palavras uma obra de arte visual, podemos aprender e ser estimulados pelas palavras dos artistas. Neste sentido temos tido imenso prazer em ver e rever as video-entrevistas dos artistas. Em curtos 3 minutos (cada) frequentemente encontramos *brain-teasers*, colocações que cristalizam e sintetizam muitas de nossas sensações em relação a forma de encarar a vida, processos, etc. Os vídeos com as entrevistas e as respectivas transcrições podem ser encontrados no site do PIPA a partir da página-índice dos artistas participantes do PIPA 2010: www.premiopia.com.br/?page_id=402

"... a idéia de fazer um trabalho, é descatalogar, se existe essa palavra, é desqualificar o existente... Eu não crio essa separação - ah é, esse trabalho fala disso, o outro trabalho fala daquilo... Você vai acabar absorvendo, você faz uma reflexão,... eu acho que amadurecer todo mundo amadurece, cada dia, cada hora, depende de cada um. Só não pode ficar se fechando dentro de um quadrado."

Andre Komatsu

"O meu trabalho pode acontecer em qualquer lugar, eu tenho um atelier, eu trabalho num atelier, mas eu posso

estar muito bem dirigindo e estar formulando um trabalho... Sei lá, sendo ativada por alguma coisa que eu vejo passando na rua sabe? ... pra mim a arte é uma forma de reinventar os mundos."

Cinthia Marcelle | Finalista PIPA 2010

"Para ser artista você tem que ser razoavelmente apaixonado, ou melhor, razoavelmente não, você tem que ser apaixonado, tira o razoavelmente. No mínimo a gente se diverte... Trabalhar com arte tem muito isso, é muito prazeroso, é muito difícil também, certamente..."

Joana Traub Csekö

"Sou dedicado 24 horas por dia ao meu trabalho. Penso, penso e desenho 24 horas por dia, sonho com desenho, levanto e vejo o desenho, todo o meu tempo é dedicado a essas minhas divagações "

Marcelo Solá

"Quando eu era pequena eu gostava muito de me isolar, ficar acordada á noite e, naquele momento em que o mundo calava, eu tinha possibilidade de mexer nas coisas que estavam em volta de mim e reorganizá-las...até hoje eu tento preservar esses momentos de vazio e de silêncio e momentos em que você ignora e que você não conhece as coisas e que elas vão passar a te contar o que que elas são... Não é tanto a educação formal que você recebe, mas as outras ... estímulos e oportunidades que você vai tendo de criar conhecimento."

Renata Lucas | Vencedora do PIPA 2010 pelo Júri Oficial

São apenas exemplos do que recebemos dos artistas. Não faria sentido a transcrição completa aqui, mas todo o conteúdo (vídeo-entrevistas, fotos de trabalhos, currículos) pode ser acessado em www.premiopia.com.br/?page_id=402

PIPA 2010 - RESUMO DA EXPERIÊNCIA

Dentre as muitas alegrias do PIPA 2010, uma que nos foi especial diz respeito à execução do projeto. Óbvio que não foi tudo perfeito. Nunca é. Mas os prazos foram cumpridos, vídeos e catálogo ficaram com qualidade que consideramos boa e a divulgação e participação *online* foram bastante satisfatórias.

PIPA 2010 EM NÚMEROS:

- 7 membros do Conselho do PIPA formaram um Juri de Seleção com 30 membros

- 30 membros do Júri de Seleção, composto de críticos e curadores de arte, colecionadores, galeristas e artistas consagrados indicaram 101 artistas
- Os 4 mais votados foram declarados finalistas e fizeram exposição no MAM
- Visitantes nos sites (diferentes "unique visitors"):
 - mais de 16.000 em português (www.pipa.org.br)
 - quase 1.000 no site em inglês (www.pipaprizo.com)
- Mais de 20.000 visualizações *online* das vídeo-entrevistas dos artistas
- Comunidade ativa de mais de 6.000 membros no Facebook (www.facebook.com/premioPIPA)
- Quase 1.000 votos presenciais válidos para o PIPA, preferência do público e 4.000 votos válidos no PIPA Online
- Mais de 1.000 post-its no mural da exposição no MAM, com comentários, desenhos, etc, uma seleção dos quais estão sendo postados no Facebook (www.facebook.com/PremioPIPA?v=photos#!/album.php?aid=40161&id=110110845680625). Alguns são muito bons!

As páginas dos artistas continuam a ser alimentadas com material que os mesmos enviam, formando um repositório (não exaustivo) de suas respectivas carreiras. Também estão disponíveis os vídeos de montagem da exposição, do anúncio dos finalistas feito por Luis Camillo Osório e entrevistas com alguns membros do Juri de Premiação como Catalina Lousano, jurada da Gasworks, e com conselheiros do PIPA, como Marcelo Araújo, da Pinacoteca de São Paulo.

Uma das contribuições que buscamos com o PIPA é a prova de que é possível realizar de forma estruturada e confiável no chamado 3º setor em geral e das artes em especial, com recursos limitados. As equipes do MAM, do Instituto Investidor Profissional, da Matrioska Filmes e outros que participaram como voluntários, conselheiros, jurados e artistas estão de parabéns. Todos aprendemos muito e esperamos melhorar a cada ano. As discussões das evoluções e do planejamento do PIPA 2011 já estão bem avançadas.

"Em negócios, procuramos castelos econômicos protegidos por 'fossos' intransponíveis." – **Warren Buffett**

"A maioria das pessoas são outras pessoas. Seus pensamentos são as opiniões de outros; suas vidas, uma imitação; suas paixões, uma citação." – **Oscar Wilde**

CASTELOS DE AREIA, MUROS DE CONCRETO – PARTE 2

Revisitando a idéia de "fosso econômico" e vantagens competitivas sustentáveis

No relatório anterior usamos como pano de fundo a "Linha Maginot", o colossal sistema de fortificação francês habilmente contornado pelo exército alemão na Segunda Guerra, para iniciarmos uma discussão sobre três questões que julgamos importantes para o processo de tomada de decisão em investimentos orientados a valor: a identificação de vantagens competitivas sustentáveis ("fosso econômico"), o senso de segurança embutido em nossas convicções e percepção de riscos (nossas "Linhas Maginot" comportamentais) e por fim, o antídoto parcial contra a nossa ignorância, a exigência de "margem de segurança" (quanti e qualitativa).

Nesta edição, procuramos refletir um pouco sobre o conceito de "fosso econômico", a metáfora imortalizada por Buffett para designar "vantagem competitiva sustentável", uma das vacas sagradas tanto das teorias de estratégia/competição como dos métodos clássicos de avaliação de empresas.

Grosso modo, o "fosso econômico" é uma vantagem competitiva difícil de ser replicada, funcionando como um formidável escudo, uma barreira à entrada frente à concorrência. Entre as fontes de vantagem competitiva citadas mais frequentemente destacamos a liderança de custo (escala, processos, acesso barato a recursos e transporte), os ativos intangíveis (marcas, licenças, contratos, patentes, etc.), externalidades de rede positivas (utilidade do produto ou serviço aumenta de acordo com o número de usuários) e os *switching costs* (o grau de captividade dos clientes).

De forma simplificada, do ponto de vista de um investidor, se essa vantagem ou conjunto de vantagens competitivas forem sustentáveis no médio-longo prazo, as empresas que as possuem tenderão (ainda que não necessariamente) a auferir lucros extraordinários, retornos sobre o capital empregado acima de seu custo de oportunidade (criando valor econômico) - até que as forças de mercado (via competição, inovação, substituição, regulamentação) eliminem essa distorção.

Um dos grandes desafios do investidor de longo prazo é avaliar a sustentabilidade e potencial durabilidade desses retornos excedentes, usualmente identificando uma ou mais vantagens ditas "estruturais, inerentes ao negócio" assim como sua magnitude e nível de sustentabilidade.

Um dos caminhos utilizados com mais frequência é, em tese, bastante simples: checar de forma diligente os documentos contábeis da empresa. Se após todos os ajustes cabíveis, historicamente uma empresa tiver se revelado capaz de manter um alto nível de retorno sobre o capital empregado de forma recorrente e consistente, acima do custo de oportunidade de seu capital, e os seus lucros acima da média da indústria, **postula-se** (ao invés do caminho mais indicado e conservador da conjectura) que a empresa possui alguma vantagem competitiva estrutural - especialmente quando o nível de competitividade da indústria for percebido como relativamente baixo. Se

assumirmos que empresas e indústrias são via de regra organismos e ecossistemas complexos que operam com velocidades de reação mais próximas de transatlânticos do que veleiros, parece bem razoável supormos que o histórico de desempenho seja um bom indicador do que vem pela frente.

Mas o buraco é mais embaixo...

Os resultados extraordinários das empresas "vencedoras" terminam por influenciar fortemente as análises de suas supostas vantagens competitivas "estruturais" já na saída. É impressionante como temos uma incrível capacidade de construir relações causais simples para justificar resultados, exercendo com proficiência o papel de profetas do passado. Performances financeiras espetaculares nos inspiram a construir narrativas quase épicas para justificá-las retrospectiva e, mais importante, prospectivamente, embora calcadas em conceitos vagos, genéricos, homologados pelo senso comum, tais como "marca", "distribuição", "propriedade intelectual", "capacidade de inovação", etc.

Entendemos que as idéias de "fosso econômico" e "vantagem competitiva sustentável", semanticamente vizinhas, precisam ser utilizadas com mais zelo e parcimônia, de forma a evitar um tipo de erro que nos custa muito caro: posarem de ferramentas concretas para fundamentarem com valor de verdade a tomada de decisões de investimento. Nada mais letal para um investidor do que agir baseado em convicções profundas por sua vez lastreadas em "fundamentos" precários que não se enunciam como tal.

"FOSSO ECONÔMICO"

Para nós, investidores de longo prazo, é decerto um exercício desafiador procurar vislumbrar quais empresas e modelos de negócio vão estar de pé, firmes e fortes, em 5, 10 (20 anos?), e serão capazes de criar e retornar valor significativo sem incorrerem em grandes riscos operacionais, de mercado, regulatórios, de agenciamento e de alocação de capital. Como nossos leitores mais antigos sabem, de White Martins (Praxair) a Itaúsa, de Elevadores Atlas (Schindler) e Lojas Renner a Totvs,

Ambev, Inbev ou Berkshire Hathaway, a avaliação da capacidade de uma empresa manter, perpetuar e até ampliar de forma consistente o seu processo de geração de valor é crucial para o nosso processo de seleção de ativos e, em boa medida, de nossa gestão de risco. Mas o que é que caracteriza uma "vantagem competitiva sustentável" ou um "fosso econômico"? Será que nós, investidores, empresários ou executivos, somos mesmo capazes de identificá-los, compreendê-los e julgá-los prospectivamente com a acuracidade e a convicção que desejamos?

Será que, para início de conversa, esses conceitos sequer têm vida própria, independente, por exemplo, das pessoas (acionistas, conselheiros, administradores) com poder de influência e/ou decisão e suas motivações e incentivos, de seu *savoir faire*, de seus processos e métodos, da cultura organizacional (que por vezes variam por departamento em uma empresa), do próprio ambiente de negócios e regulatório, da trajetória de evolução do seu modelo de negócio e, no fim das contas, da dinâmica experimental, de pequenos arranjos, erros, acertos, os micro-enredos que pautam, na vida real, a trajetória de evolução discreta e intermitente das empresas face ao seu ideal de perpetuação e expansão?

Curiosamente, o próprio Buffett cristaliza, reifica e isola bem menos o conceito de "fosso" do que os seus biógrafos, fãs e devotos: "Procuramos investir em fortalezas econômicas protegidas por fossos intransponíveis." (...) "Eu não quero um negócio fácil para os concorrentes. Eu quero um negócio com um "fosso" ao redor dele. Quero um castelo altamente valioso no meio, **e que o duque responsável por ele seja honesto, trabalhador e apto.**" (...) "Tenho uma mensagem para os **gestores dos nossos negócios**: tratem de **ampliar** esses "fossos". Queremos jogar crocodilos, tubarões e jacarés no "fosso" para manter os concorrentes à distância."

Em suma, apesar do conceito de "fosso econômico" ter reverberado junto ao mundo dos investimentos e ganho enorme proeminência, vale ressaltar este "pequeno detalhe": em seletas ocasiões, o próprio Buffett se deu o

trabalho de mencionar em conjunto com a metáfora defensiva o "castelo valioso" a ser protegido e, quem sabe ainda mais importante, "líderes honestos ("duques") e capazes de aumentar o tamanho do fosso".

E mais, ao observarmos o discurso de Buffett em conjunto com as suas práticas, ficamos com a nítida impressão de que o peso que ele mesmo atribui à capacidade, honestidade, engajamento e alinhamento dos "duques" em seu processo de investimentos talvez seja muito maior do que transparece à primeira vista.

E em nossa percepção, **"o castelo", "o duque" e o "fosso", além de difíceis de definir e discernir de forma individualizada, são conceitos interdependentes e inseparáveis.**

Um empresário, *board*, executivo (um "duque") plenamente "apto", mas desalinhado ou inadequadamente assessorado, é capaz de destruir franquias sólidas construídas ao longo de toda uma vida. Casos como o da família Bucksbaum, então controladora da administradora de shopping centers General Growth Properties - e tantos outros impérios que ruíram durante a crise de 2008 não em função de problemas operacionais, falta de sofisticação financeira ou erosão de vantagens competitivas, mas por uma estrutura de incentivos e capital "agressiva" (ex-*post* fácil de apontar como "irresponsável") - ilustram bem esse fenômeno.

No Brasil, a grande destruição de valor que deixou cicatrizes profundas nos acionistas de empresas como Sadia e Aracruz, empresas com "fossos econômicos" colossais, foram fruto de decisões estratégicas, operacionais e/ou de alocação de capital de gente de carne e osso que se revelaram pouco acertadas - para sermos elegantes.

Pode-se argumentar que tratam-se de conceitos distintos: vantagem competitiva, 'gente', com seus incentivos, ambições, capacidade de execução e alocação de capital, estratégia. Mas são mesmo? Será que faz sentido avaliar a capacidade de perpetuação e

criação valor de uma empresa, na ótica de seus acionistas, usando como referência-mor a idéia de um suposto posicionamento superior e inabalável em uma estrutura de mercado ou indústria?

Em sua Carta aos Acionistas de 1986, Buffett discorreu sobre o fosso econômico da subsidiária GEICO (seguros) da seguinte forma:

"A diferença entre os custos da GEICO e os de seus competidores é um tipo de fosso que protege um castelo empresarial valioso e muito cobiçado. Ninguém entende esse conceito de fosso-ao-redor-do-castelo melhor do que **Bill Snyder, o Chairman** da GEICO. **Ele continuamente alarga o fosso** ao cortar ainda mais os custos, portanto defendendo e fortalecendo a franquia. Entre 1985 e 1986, o índice de despesas administrativas da GEICO caiu de 24,1% para os 23,5% mencionados anteriormente e, **sob a liderança do Bill**, esse índice quase certamente cairá ainda mais. Se o índice cair – **e se a GEICO mantiver seus altos padrões de serviço e de subscrição** – o futuro da empresa será realmente brilhante."

Reparem que neste parágrafo Buffett destaca: 1) a relação direta entre a visão estratégica e liderança do Bill Snyder, o fosso econômico da GEICO e sua expansão, 2) A importância da GEICO manter os seu nível de serviços e padrões de *underwriting* (em nossa visão, fundamentais no processo de criação de valor, apesar de implicitamente percebidos como "execução"). Curiosamente, um ponto que não é citado, mas absolutamente crucial, é que parte da vantagem competitiva que se traduz em "liderança de custos" da GEICO deriva de um modelo de negócios inovador e particular (a venda direta de seguros) executado com disciplina e eficiência. Em nossa percepção, o modelo de negócios da GEICO é um dos principais *drivers* das "vantagens competitivas" da empresa.

Abrindo ainda outra interrogação: por que ao avaliarmos a existência de potenciais "fossos econômicos" como pilar da geração de lucros e

retornos extraordinários a idéia do grau de competição em uma indústria é implicitamente mais importante que a qualidade e sustentabilidade do modelo de negócios da empresa, embebidos em *supply chains* cada vez mais modulares, flexíveis e globais? Por que o estoque de lucros é comumente avaliado na vertical (por indústria/setor) e não na horizontal (na ótica dos *supply chains*)? Dentro de uma rede ou ecossistema? De acordo com o desembolso total dos clientes potenciais (quem disse que roupas não concorrem com geladeiras)? De acordo com a contribuição de lucro total por metro quadrado de área de vendas dos seus clientes? Faz sentido ser um fornecedor preferencial de vestuário do Wal-Mart e se preocupar mais com o seu concorrente direto do que com formas de extrair mais valor do seu próprio cliente gigante (ou vislumbrar formas de não ser espremido "até a morte" por ele) ou evitar ser contornado por um modelo de negócio de *meta-outsourcing* de compras sem fábricas próprias como o da poderosa Li & Fung?

Nosso ponto de vista é o seguinte: talvez o "fosso econômico" tenha utilidade mais como um conceito vago do que como poderoso traço ou característica concreta com propriedades analíticas quase mágicas a ser "encontrada" e "pesada" por analistas e investidores. Talvez seja menos tangível, discernível, independente e instrumental do que a literatura e os meios de comunicação "especializados" propagam e repercutem.

Vários artigos e livros tomam como dado o conceito de "fosso econômico". Há *checklists* para ajudar na sua identificação e até mesmo uma instituição - a Morningstar - que classifica as empresas como "sem fosso", "com fosso estreito" e "fosso amplo" (com o devido "cuidado" de ir reclassificando as empresas ao longo do tempo, conforme os *moats* vão e vêm).

Para nossa satisfação, empresas como o Itaú são classificadas como de "fosso estreito" - talvez porque opere no que é percebido como setor bancário de um país "emergente". Música para nossos ouvidos.

Aliás, há alguns anos atrás a Dell, com seu modelo de negócios inovador e seus resultados avassaladores era classificada pela instituição como uma empresa com claras vantagens competitivas sustentáveis, de "fosso amplo". Com o passar do tempo (e a performance negativa da empresa e das ações) foi "devidamente" reclassificada para "fosso estreito".

Poderia-se contrargumentar que as vantagens competitivas não são eternas, que possuem prazos de expiração que variam caso a caso, que as exceções não invalidam a regra. Mas temos a impressão de que às vezes, no afã de construirmos atalhos para as nossas decisões, imputamos a conceitos vagos e entendidos de forma isolada, propriedades explanatórias que ao invés de nos aproximar dos nossos ideais de predição e controle, somente sustentam e cristalizam convicções infundadas - ou pior, fundam convicções em um lodo turvo e lamacento com aspirações à concretude.

Se ao invés de abraçarmos conceitos arraigados como vantagem competitiva como "dados", partindo direto e cegamente para o seu uso como "ferramentas de trabalho", refletirmos um pouco sobre suas potencialidades e limitações, nossa impressão é de que podemos ganhar um grau de liberdade importante na avaliação de potenciais investimentos.

Concordamos com Buffett: investir (no sentido estrito) é simples. Mas não é fácil. É bem mais arte que ciência, e menos suscetível a regrinhas e *checklists* do que parece.

Tendo em vista que muitas vezes boa parte do valor de um negócio está no futuro, o desafio de avaliar o potencial de perpetuação, ampliação ou autodifusão do processo de criação de valor de um negócio é tão relevante quanto difícil.

Neste relatório, chamamos atenção para a Santíssima Trindade medieval Buffettiana, composta pelo "castelo", o "duque" e o "fosso econômico". São conceitos que além de difíceis de definir e discernir de forma individualizada, parecem funcionar melhor do ponto de vista instrumental quando entendidos

como interdependentes e inseparáveis. No próximo relatório, exploraremos a dinâmica dessa tríade para depois retomarmos as idéias de senso de segurança e margem de segurança, que para os nossos propósitos, se entrelaçam com ela.

Para finalizarmos, ao invés de propormos regras de bolso do tipo "os 5 atalhos matadores para identificar vantagens competitivas sustentáveis", deixamos o leitor com uma espécie de anti-*checklist*, isto é, um conjunto de perguntas abertas usando como ingredientes alguns dos conceitos abordados no texto com o mero objetivo de incentivar a reflexão sobre um assunto que apesar de sua relevância e ar de concretude tem a compleição de areia.

ANTI-CHECKLIST MEDIEVAL

1) Sobre o "Castelo": Será que acionistas e investidores são realmente capazes de definir com clareza e lucidez em que consiste o coração, o núcleo, as jóias da coroa do seu Castelo? Quando não são, qual o sentido de se investir em muralhas e fossos para proteger o que não é preciso ou o que não é defensável? Tomemos por exemplo uma empresa de varejo. Quais os "ativos" mais importantes: os Pontos? As Marcas? Os canais? A relação com os consumidores? Uma cadeia de abastecimento "azeitada", otimizada para aumentar a produtividade e crescer junto com o negócio? As pessoas-chave da organização? O método de extração de valor dos seus *supply chains*? O seu "posicionamento" relativo nessas cadeias? O método de extração de valor do seu consumidor? Uma cultura meritocrática pervasiva com forte viés analítico e de processos que permeia a empresa como um todo (e não o caso mais comum de feudos de excelência)? Uma força de vendas espetacularmente treinada e motivada? A lista é longa...

2) Sobre o Fosso: Será que algumas empresas bem posicionadas, "entrincheiradas" em seus fortes não estão sobrevalorizando o valor de seus *moats* e não conseguem deixar de investir em modelos e formas de fazer negócio que têm data marcada para morrer?

Será que a maior parte das fortalezas tidas como inexpugnáveis, estão, no longo prazo, fadadas à obsolescência, ao *bypass*, à circunvenção? Será a metáfora do fosso defensiva demais? Agilidade, flexibilidade, capital intelectual, produtividade... Não combinam muito com a circunscrição definida de castelos, muralhas e fossos. Apesar de Porter claramente discordar dessa hipótese: até que ponto eficiência operacional e cultura empresarial podem ser dissociadas de "vantagem competitiva"? Até que ponto uma cultura organizacional particular não é uma meta-vantagem competitiva? Se o castelo e o fosso estão sempre mudando com o tempo, uma das soluções poderia ser selecionar castelos em que as mudanças ocorram de forma mais lenta e o futuro pareça mais previsível. Mas em um contexto de mercados globalizados, ativos intangíveis, rápidos ganhos de produtividade e tecnologia, inovações e redesenhos constantes das próprias cadeias de abastecimento, como comprometer-se com um formato e modelo rígido de negócio? Por outro lado, como manter o compromisso e o foco que são cruciais para a obtenção de eficiência operacional? Esse é um dilema importante, e cada vez mais comum. Experimentar tem custo. Não experimentar, também.

3) Sobre o Duque: Quem é o Duque de verdade, os acionistas, controladores, o *board*, o *Chairman*, o CEO? Nossa impressão é de que a reposta "certa" varia bastante, e influencia diretamente o fosso econômico e o castelo. Será que, especialmente nas corporations, os administradores das empresas tomam o capital a ser alocado como "dado" (nos dois sentidos)? Parece que a forma como os agentes que lideram a empresa enxergam o seu próprio patrimônio influencia a forma como enxergam a riqueza a ser guardada pelo castelo, que por sua vez influencia a sua percepção sobre a natureza, a dimensão e a necessidade de ampliação e aprofundamento do fosso econômico...

IP-PARTICIPAÇÕES

"Embora não gostemos de ter caixa em excesso, gostamos ainda menos de fazer coisas idiotas." - **Warren Buffett**

"Não somos pagos por atividade, e sim por estarmos certos. Em relação a quanto tempo aguardaremos [as oportunidades], aguardaremos por tempo indeterminado." - **Warren Buffett**

"Os investimentos não trazem consigo informações sobre seus riscos como as embalagens de alimentos trazem informações nutricionais." - **Seth Klarman**

CAIXA E MARGEM DE SEGURANÇA: COLCHÃO E CANHÃO

No texto anterior, consideramos a idéia de que a metáfora "fosso econômico" tem conotação aparentemente "defensiva", criando não só um falso senso de segurança, como nos colocando em uma posição passiva, indexada ao passado. Agora, enquanto discorremos sobre a carteira e a performance do Fundo em 2010, em que nossa posição de "excesso de caixa" foi um dos destaques, introduzimos a idéia de que caixa e margem de segurança (de certo dois conceitos diferentes) têm uma conotação e uso prático muito mais "ofensivo" do que parecem. Afirmamos também que fadas e duendes não existem. Já Alfas e Betas, existem (no mundo do "faz sentido"). Em nossa percepção, podem até existir, mas são tão relevantes como fadas e duendes.

Os riscos de perda permanente de capital, absolutamente relevantes em um processo contínuo de tomada de decisões de investimentos são, por outro lado, absolutamente invisíveis para os investidores – contanto que a performance seja obtida. São como fadas e duendes, porém ao contrário destes existem e são infinitamente mais relevantes do que Alfas e Betas. Os investidores olham *ex-post* para o retorno dos fundos (um número "síntese" e absolutamente comparável), mas não procuram conhecer bem e qualificar os riscos incorridos na obtenção desses retornos.

A variação no preço de mercado das posições do Fundo IP-Participações no ano de 2010 foi de 23% em reais, líquida de todos os custos. No 4o. trimestre de

2010, a variação foi de 8,3%. Desde o início da gestão pela Investidor Profissional, em 1993, o Fundo acumula valorização de 6.409% em dólares.

As principais contribuições positivas para a carteira em 2010 foram Odontoprev, Totvs e Dimed/Panvel, com destaque também para a parcela de investimentos globais da carteira. No último trimestre, as principais contribuições foram Saraiva, Dimed e Totvs. As principais contribuições negativas no ano foram Bradesco, uma cesta de Utilities e Multiplan, enquanto que no último trimestre foram Cyrela, Brasil Foods e Lojas Renner.

No início do ano nossas principais posições eram "caixa", Itaúsa, "Investimentos Globais", Saraiva, Totvs, Lojas Renner e Odontoprev. No fim do ano eram "caixa", Itaúsa, "Investimentos Globais", Saraiva, Dimed, Totvs e Aliansce.

Ao longo do ano fomos obrigados a trocar ou no mínimo vender parcialmente posições de grande convicção montadas nos últimos 1-2 anos como Lojas Renner, Totvs e Odontoprev por outras de *sizing* menor - em decorrência de preços relativos: a própria Aliansce, Porto Seguro, Amil, Redecard/Cielo e Cyrela.

Três temas merecem destaque neste relatório: Gestão, *Research* e Colaboração/"Ativismo" e Investimentos Globais.

GESTÃO

Como a maior parte dos nossos leitores sabe, nosso mandato é obter retornos absolutos, consistente e significativamente acima do nosso custo de oportunidade em janelas de 5 anos, devidamente calibrados pela nossa percepção de riscos.

Para alcançarmos esse objetivo de longo prazo, nosso zelo com a preservação de capital é incomparavelmente mais relevante do que a maximização de retornos – especialmente no curto prazo. Preferimos perder "oportunidades" do que dinheiro.

Aprendemos essa lição de formas diferentes: primeiro, prestando atenção nos acertos de quem sabe (investidores experientes), em segundo lugar, com os erros dos outros (investidores experientes), em terceiro, procurando "*walk our talk*" por mais de uma década, crise após crise e, por fim, aprendendo com os nossos erros.

Dado que nosso fundo é *long only*, poderíamos ser percebidos como um mero "Beta *play* esclarecido" disfarçado de "puro Alfa", já que estamos comprados por definição no chamado risco de mercado. Mas não nos vemos, posicionamos, agimos e muito menos somos um subconjunto de uma classe de ativos. Não cremos em fadas, duendes, alfas, betas. Somos analfabetos em matéria de alfas e betas. Também não somos *stock pickers*, mas gestores de recursos, de patrimônio. Mais da metade do patrimônio líquido dos sócios da empresa está investido nos fundos da IP.

Não nos comparamos ao mercado ou a nossos pares para tomar decisões de investimento. Acreditamos que a melhor forma de atingirmos nossos objetivos é comprar ativos precificados significativamente abaixo de nossa percepção de valor. De acordo com a nossa filosofia de investimentos, performance absoluta significativa é obtida comprando ativos "subavaliados" e vendendo os "sobreevaliados".

Ao longo do ano, fomos obrigados a ir vendendo algumas ações que se apreciaram de forma rápida e significativa, reduzindo/trocando-as por ativos já presentes na carteira com melhor perspectiva de

risco-retorno e outras oportunidades de investimento que, em função de movimento de preços, fundamentos ou algum *insight* de pesquisa, entraram no (ou retornaram ao) nosso radar.

No relatório passado explicamos:

"Ao longo do trimestre, reduzimos significativamente nossa posição em um conjunto de ações vinculadas a consumo doméstico que, em função da disparada de preços quase indiscriminada do segmento, já não nos ofereciam uma margem de segurança ampla o suficiente para justificar o investimento (pelo menos naquele "sizing"). O "*momentum*" e a potencial alavancagem operacional de alguns desses ativos tendem a ser favoráveis neste semestre (e devidamente turbinados pelo efeito-renda eleitoreiro), mas nossa leitura é que seus preços já refletem cenários bem otimistas de crescimento de vendas e expansão de margens pelos quais preferimos não "pagar na frente" - especialmente porque é possível elencar riscos claros de execução e alocação de capital aos quais imputamos uma razoável probabilidade de ocorrência a médio prazo e que estão longe de serem reconhecidos e devidamente descontados pelo mercado."

Continuamos assinando embaixo.

No decorrer de 2010, em vários momentos as vendas ocorreram em velocidade bem mais rápida do que as novas compras, levando a um acúmulo incremental temporário de caixa. Dado que a pedra angular de nossa filosofia de investimentos é a preservação de capital, ter excesso de caixa não é sinônimo de "ócio". Como Seth Klarman, acreditamos que "*caixa oferece carregamento positivo* (ainda mais no Brasil), segurança de principal e liquidez total e instantânea". É um seguro (e como tal tem algum custo), um colchão, mas ao mesmo tempo traz embutida uma opcionalidade interessante, especialmente em mercados acionários como o brasileiro (pouco líquido, historicamente instável). Aliás, se invertermos o raciocínio, NÃO ter caixa na hora certa, quando as expectativas mudam de uma hora para outra, cria um "custo de oportunidade" que não é muito levado em conta pela média dos investidores.

CAIXA

Não temos uma visão mágica e privilegiada do futuro. Não temos hoje nem procuramos ter uma opinião *top-down* sobre o nível geral de preços do mercado. Primeiro porque nossa abordagem na seleção de ativos é *bottom-up*. Segundo porque o "mercado", entendido aqui no sentido estrito como o universo de investimentos endereçável, para nós é definido pelas empresas, pessoas, arranjos societários e modelos de negócio que nos interessam - seja no Brasil ou globalmente.

Se os preços dos ativos em carteira sobem além do que julgamos que deveriam, vendemos parcial ou integralmente as posições. Se não temos competência para encontrar algo melhor, que satisfaça os nossos "filtros" e apresente margem de segurança significativa, acumulamos caixa.

Por esse prisma, a definição do nosso nível de exposição é realizada de forma *bottom-up* e o caixa é um resíduo.

Por outro lado, após duas décadas administrando recursos em um país emergente, ter caixa disponível para amortecer eventuais tropeços micro e macro ajudam bastante na performance de longo prazo.

O caixa não é apenas um equipamento bélico de natureza defensiva: é uma espécie de tanque de guerra que te protege quando chovem canivetes (e acreditem: como Borges, "*no creemos em brujas, pero que las hay, las hay*"), mas vira um arma de grosso calibre ofensivo quando o desespero bate de forma generalizada sobre os investidores. Adoramos comprar quando todos precisam vender. Ainda mais quando há concentração de capital em empresas menos líquidas ou investidores institucionais gigantes montando posições concentradas (e para eles pouco relevantes) em ativos que pouco conhecem e com restrição de liquidez.

Por mais que sejamos *bottom-up*, gerir recursos em um país como o Brasil envolve pensar em liquidez, inflação, política, câmbio, fluxos e contágio. Não temos nem julgamos necessário ou útil construir uma "visão-mestre" para nos protegermos de mudanças bruscas nessas variáveis.

Se estamos 100% investidos e o mercado desaba ou toma um "tranco", o valor da carteira declina, e com isso, o nosso poder de fogo para aproveitar as oportunidades (às vezes verdadeiras pechinchas) oferecidas por vendedores ansiosos - ou, em circunstâncias específicas, em pânico.

Pode-se alegar que isso é '*market-timing*' ou simplesmente o viés de disponibilidade. Em nossa ótica, não é. Preservação de capital é uma das pedras angulares da nossa filosofia de investimentos. Dado o nosso tamanho relativo, em que o nível de mobilidade navegando por *mid/small caps* não nos permite entrar e sair de posições instantaneamente, ter caixa na mão permite aproveitar oportunidades de ouro, aquelas em que um investidor precisa se desfazer da posição rápido e a qualquer preço. E melhor, se a comunidade de investimentos tende a atuar em manada nos movimentos altistas, sua coesão é ainda maior quando todos precisam sair pelo mesmo ralo.

"Se" estivéssemos mais comprados nos mesmo ativos (uma premissa "heróica"), certamente teríamos obtido um desempenho ainda melhor no ano. E se tivéssemos empregado bem esse excedente de 25%? E se tivéssemos empregado os 75% investidos nos ativos "errados"? Gostamos de pensar condicionalmente (nos "se") *ex-ante*. *Ex-post*, apenas convivemos e lidamos com nossas decisões. Ter níveis altos de caixa é mais uma consequência do que deliberação. Ter mais caixa do que a média dos investidores acha adequado ou confortável, é convicção. Faz parte da nossa percepção do conceito de margem de segurança (colchão e canhão).

Isso nos leva a um ponto interessante: no Fundo IP-Participações antes de buscar maximizar retornos, nos preocupamos obsessivamente com preservação de capital. Se olharmos à nossa volta e o que gostamos parece caro, esperamos.

RESEARCH E COLABORAÇÃO/"ATIVISMO"

Ao longo de 2010 progredimos mais um pouco com relação ao nosso antigo ideal de formarmos uma equipe de gestão e análise cada vez mais qualificada, integrada e

pequena. Hoje somos 9 pessoas (incluindo 3 gestores) e não temos intenção de expandir o grupo - a não ser que encontremos alguém excepcional. Em nossa experiência, o custo de coordenação aumenta desproporcionalmente com o acréscimo de cada membro adicional à equipe, consumindo tempo e atenção absolutamente preciosos que nos distanciam da nossa atividade principal, nossa razão de existir e maior motivação: refletir e investir.

A IP é uma instituição de 22 anos e, acreditamos, uma empresa com processos bem estabelecidos - com seus ônus e bônus. Há anos não somos mais um grupo de pessoas que "tocam um fundo". Mesmo assim, apesar de contarmos com toda uma dinâmica de trabalho estabelecida e razoavelmente organizada, já concluímos que nossa produtividade e qualidade do trabalho em equipe aumenta quando trabalhamos em grupos pequenos e qualificados.

Ao longo do ano ajustamos os nossos *fori* de discussão e incentivos internos para aproximar ainda mais a "análise" da "gestão" - um processo delicado, difícil, mas fundamental para o amadurecimento e integração da equipe.

Para liberar ainda mais tempo da área de gestão temos feito investimentos nas áreas de suporte, alinhando mais as áreas administrativas e operacionais com o intuito de aumentar a nossa produtividade na geração de idéias, convicções e "refutações".

Conforme comentamos no trimestre anterior, em 2010 investimos bastante tempo em aprofundar conhecimento e estreitar laços de relacionamento com empresas e órgãos reguladores de diversos setores. Alguns deles, como no segmento de serviços financeiros, demandaram exaustivo trabalho de campo.

Nas posições menos líquidas da carteira em que adotamos uma instância mais ativa/colaborativa (em Mills, Panvel e Saraiva temos posição no *board* ou indicamos um membro) o ano foi bastante proveitoso. Em função da forte subida de preços, efetuamos algumas vendas táticas de ações de empresas que ainda consideramos *holdings* de longo prazo.

INVESTIMENTOS GLOBAIS E RESEARCH INTERNACIONAL

Assim como no trimestre anterior, a equipe de gestão realizou algumas viagens ao exterior para continuar trazendo para os Fundos geridos pela IP uma perspectiva mais ampla e diferenciada sobre os riscos e oportunidades de investimentos locais e internacionais - em vários setores. Neste trimestre destacamos a viagem de toda a equipe de gestão para a Ásia, com ênfase na China, tema que exploraremos no próximo relatório. O objetivo da viagem foi múltiplo: 1) avaliar do ponto de vista "micro" (conversando com diversos agentes relevantes, de escritórios de advocacia e contabilidade a prefeituras, bolsas e fundos de private equity) algumas das hipóteses tácitas "macro" que construímos mesmo que à nossa revelia sobre a "China". Traduzindo: fizemos trabalho de campo em cidades *tier* 1, 2 e 3 para procurar entender melhor os riscos (setor imobiliário, dinâmica de crédito bancário, saúde das SOEs e empresas privadas, processo de urbanização, tensões sociais, a dinâmica governamental/regulatória) e oportunidades para os nossos investimentos locais e internacionais, 2) Visitar fábricas e conversar com os administradores de várias empresas brasileiras como WEG, Randon, Fras-le para entender melhor riscos e oportunidades, 3) Ter uma perspectiva mais ampla sobre diversos setores em que: a) a demanda e/ou oferta marginal vem da Ásia (de bens de consumo a siderurgia), b) há empresas com modelos de negócio comparáveis/assemelhados com empresas que estudamos local ou globalmente (portos, *exchanges*, setor imobiliário, bens de consumo, shoppings), 4) Revisitar *hubs* financeiros e, cada vez mais, de serviços, como Hong Kong e Cingapura, que impactam e são fortemente impactados pela dinâmica do "Dragão" e o dilema dólar-Yuan renminbi.

Por fim, ressaltamos a contribuição dos investimentos globais para o resultado do fundo e destacamos que nossa alocação em ativos internacionais permanece hoje muito próxima do teto regulatório de dez pontos percentuais.

PERSPECTIVAS

Nossa carteira tem hoje 23 nomes e um nível de concentração em linha com o nosso histórico. As 5 maiores posições comandam 39,6% da exposição, e não há nenhuma preocupação *top-down* com exposição setorial e muito menos com índices de qualquer natureza. Pelas posições em carteira, poderia-se inferir que estamos mais uma vez comprados em "consumo doméstico", mas a verdade é que cada *case* de investimento tem *drivers* absolutamente particulares e *bottom-up*. Por exemplo, definir Dimed como "rede de farmácias regional com desconto de liquidez" seria ignorar ativos relevantes peculiares à empresa, que o mercado desconhece e não precifica – de ativos reais às marcas próprias, das operações *online* às '*store-in-store*', além da operação de distribuição própria (que dificulta a compreensão).

Mais genericamente, o portfólio hoje sugere o seguinte: por um lado, uma boa dose de convicção expressa por um conjunto de idéias concentradas de investimento locais e internacionais, por outro, prudência, sob a forma de um colchão de caixa. Apesar de ser em grande medida um efeito de nossa atividade de *research*, refletindo a nossa incapacidade momentânea de encontrar mais barganhas que passem por nossos "filtros" qualitativos e quantitativos, oferecendo margem de segurança significativa, imputamos a essa posição residual de caixa um valor tático interessante.

O fluxo de capital estrangeiro que é por excelência o grande comprador marginal das ações brasileiras (investindo diretamente ou via fundos) vem em hordas em busca do forte crescimento (ou das expectativas de sua sustentação) do "Novo Brasil". Como bons brasileiros, estamos na torcida. Só não simpatizamos com a idéia de pagar por isso.

Preferimos estar posicionados para colher, em parte, sim, os frutos que o Novo Brasil plantou recentemente, como as poucas empresas (10, 15, 20 no máximo?) com bons modelos de negócio, boa gestão e governança, além de posições competitivas dominantes, que os aprox. 120

IPOs desde 2004 nos trouxeram – desde que a preços atraentes. E quem não quer surfar as benesses proporcionadas pelo bônus demográfico, a formalização, o emprego, o crédito, a renda, algumas reformas micro/regulatórias importantes, a organização das cadeias de abastecimento etc.?

Mas paradoxalmente, por outro lado nos interessa, como investidores, colher o que o "Velho Brasil", com suas mazelas, incongruências, burocracia, protecionismo, processo de urbanização desorganizado e imprevisibilidade plantou lá atrás, criando desigualdades abissais entre vencedores-sobreviventes e vencidos, barreiras antológicas entre as empresas líderes, dominantes, muitas vezes forçadamente verticalizadas (para sobreviverem ao caos de décadas de *supply chains* pouquíssimo confiáveis) e o segundo escalão, assim como entre os *players* locais e potenciais concorrentes internacionais, ou entre as empresas de capital aberto e as privadas. No país há setores inteiros em que uma ou duas empresas ganham dinheiro e as demais se afundam. E a inoperância ou obsolescência de alguns setores (por exemplo: juntemos o sistema portuário/rodoviário do país com o tributário) prejudicam a competitividade de vários sub-setores que nos interessam. Essas ineficiências de mercado por "incompetência histórica" (e incentivos regionais/setoriais) do país ajudam empresas dominantes a se perpetuar no topo não apenas pelo seu mérito estratégico/operacional. Os *players* já estabelecidos têm uma enorme vantagem sobre os novatos, e hoje vêm se beneficiando da alavancagem operacional que o "boom de demanda" em um país em que a oferta é estruturalmente comprimida. Um dos grande riscos é assumir que essa alavancagem vai se perpetuar. O outro é se deixar empolgar com o momento do país e do apetite do investidor para dar passos maiores que a própria perna.

Ao longo de alguns períodos particulares da curta história do chamado regime capitalista, o livre acesso a dinheiro (barato) para financiar projetos intensivos em capital, somado ao senso de segurança propiciado pelos tempos de bonança e às palavras de encorajamento de sócios, banqueiros, conselheiros,

além do respaldo da mídia e do comportamento similar de pares e vizinhos, criam uma "coragem" que costuma trazer efeitos nocivos, com um certo hiato de tempo, por vezes devastadores.

Em nossa experiência, o excesso de liquidez (ou a percepção de liquidez, capital mais barato e acessível de forma recorrente) tende a catalisar decisões e ações ineficientes e até mesmo temerárias, (crescer muito rápido e de forma desorganizada, diversificar apostando em sub-setores ou geografias menos rentáveis, defensáveis, compatíveis com a cultura da empresa, assumir que gargalos de infra serão sanados em tempo hábil etc.) por parte de acionistas, diretores e executivos.

Com as expectativas de crescimento infladas, as margens de segurança são comprimidas - ou eliminadas.

No Brasil, o número limitado de ativos listados e a sua baixa liquidez aumentam o potencial efeito negativo sobre os preços de uma eventual "debandada". Especialmente em ações de *small/mid caps* em que a concentração de investidores estrangeiros não especializados é grande, podendo nos trazer oportunidades interessantes em momentos de aumento de percepção de risco de mercado - por qualquer motivo (poderíamos listar vários). Nesse contexto, colocar nosso caixa para trabalhar seria bem mais fácil.

Por enquanto, continuamos pesquisando, refletindo e exercitando nossa paciência e disciplina. Avaliamos velhas conhecidas e algumas novidades, mas sem a menor pressão de investir se nossos critérios de qualidade e preço não forem atendidos.

A variação no preço de mercado dos investimentos do IP-Value Hedge foi de 6,2% no 4º trimestre e 15,5% no ano. Desde o início da gestão do Fundo pela IP, em 2006, o mesmo acumula rentabilidade de 111,3% (167% do CDI), sempre líquida de todos os custos.

O Fundo encerrou o ano com posições compradas equivalentes a 53,6% do seu patrimônio líquido, enquanto as posições vendidas representavam 23,2%. Operações de arbitragem adicionavam 17% para as posições compradas e 17% para posições vendidas. Além disso, possuíamos 2% de exposição em outras operações para proteção da carteira. A exposição líquida em ações do IP-Value Hedge aumentou ligeiramente para 30,4%. A exposição bruta fechou o ano em 112,8% do patrimônio líquido.

O trimestre foi de pequenas mudanças em nossos investimentos. Aumentamos nossos investimentos em Cyrela, Amil e Petrobrás (embora este último não deva ser visto exatamente como um "investimento", mas como uma posição de equilíbrio da carteira/ hedge). Reduzimos mais um pouco nosso investimento em Totvs e fizemos os desinvestimentos totais de Cetip e Mills. Buscando otimizar a parcela de nossos investimentos no exterior, fizemos um novo investimento em Microsoft que ocupou o espaço de Berkshire Hathaway, posição que foi totalmente vendida. Além disso, iniciamos posições vendidas em algumas empresas ligadas a consumo/varejo, comentadas brevemente abaixo.

Talvez a mensagem mais importante que temos hoje para nossos cotistas é a nossa convicção sobre os assuntos discutidos nos dois últimos relatórios do fundo: a ilusão da previsibilidade (ver R.G. 2º tri/2010) e a grande atratividade, seja em termos relativos ou absolutos, de algumas empresas de alta qualidade que negociam no exterior (ver R.G. 3º tri/2010).

Em relação ao primeiro assunto, nos chamou a atenção a benevolência com que as projeções de mercado para

algumas empresas ligadas a varejo eram construídas. Essas projeções, que já embutiam um otimismo grande, começavam a minimizar em demasia alguns riscos e a ciclicidade natural destes negócios. Some-se a isso riscos mais amplos como (i) uma inflação doméstica que tem ignorado a (aparente) tranquilidade do BC, (ii) políticas que visam desacelerar a demanda interna (aumento do compulsório, uma política fiscal possivelmente mais restrita, etc) e (iii) juros futuros mais altos e temos ingredientes que historicamente não são construtivos para uma valorização continuada desses ativos. Sem colocar em dúvida as boas perspectivas de médio/longo prazo de algumas destas empresas, mas com a crença de que o futuro é bem mais incerto e difícil do que as projeções chegaram a reconhecer, ao final de novembro reduzimos um pouco nossa posição vendida em índice futuro do Ibovespa e em paralelo montamos pequenas posições vendidas em empresas específicas deste setor.

Com relação aos nossos investimentos no exterior, como dissemos nos nossos últimos relatórios, temos encontrado com bastante frequência ativos que passam nos nossos "filtros" (modelo de negócio, governança, incentivos e preço) e neste trimestre passado não foi diferente. Em outubro fizemos um investimento importante em Microsoft (a aproximadamente US\$ 24,50/ação), empresa já bastante discutida no nosso último relatório (ver R.G. 3o e 4o tri/2010, fundo IP-Global). Nos parece exagerado o pessimismo em relação a empresa, considerando (i) os resultados crescentes da última década, (ii) a posição dominante de seus produtos (apenas 10% dos usuários *on-line* utilizam Mac, enquanto que a fatia do Windows é de pouco menos de 90%) e (iii) os altos *switching-costs*. O que parece de fato preocupante (ver www.youtube.com/watch?v=wvsboPUjrGc) só deixa claro a qualidade do *business* – se com um CEO destes a empresa consegue ter resultados tão bons é porque o *business* é realmente muito bom. É mais um caso de um negócio de qualidade negociando a um

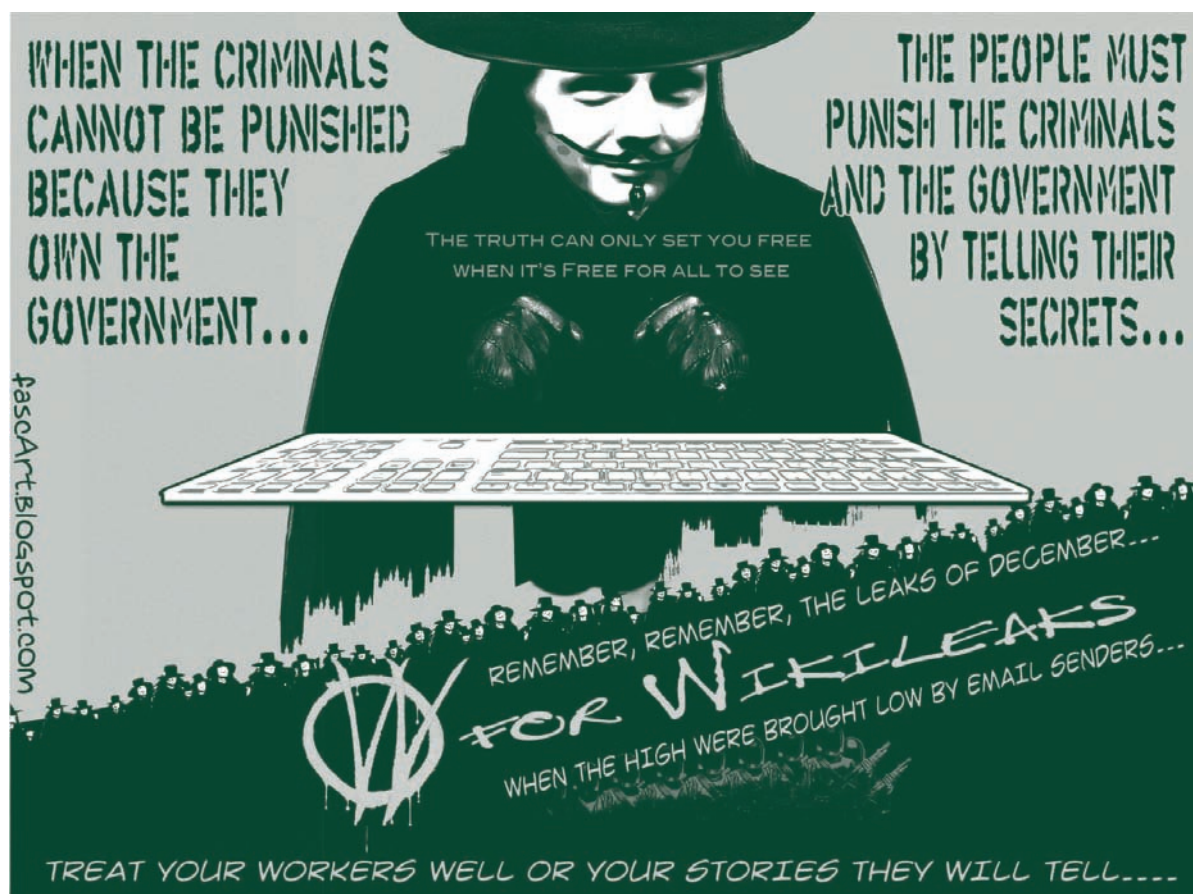
preço atraente e que deixa claro que estamos ampliando de forma gradual, porém com consistência, nosso leque de empresas investíveis - aonde quer que estejam.

É com frequência que nos dias de hoje encontramos no mercado americano "*large-caps*" que tiveram uma performance pífia durante a última década, o que por sua vez pode ser verificado através do índice S&P 500:



A razão para isso parece ter sido os altos *valuations* que muitas empresas americanas negociavam no início da década passada. Em muitos casos, os resultados das "*large caps*" negociadas nos EUA continuaram avançando de lá para cá, enquanto que suas ações não tiveram grandes valorizações, de modo que os *valuations* se comprimiram novamente para níveis mais razoáveis. O desânimo com os retornos passados e com as perspectivas da economia americana sem dúvida são fatores que têm ajudado a criar oportunidades em empresas específicas – e esperamos posicionar cada vez melhor nossos fundos para que se beneficiem de acordo.

Desejamos a todos um feliz 2011 e que os próximos anos sejam fartos de investimentos ainda mais rentáveis.



"A pergunta de um quadrilhão (10¹⁵) de dólares – ou seu equivalente em "moeda forte", seja ela qual for: 'quanto tempo levará para que as grandes nações enfrentem a realidade e ajustem benefícios insustentáveis, reduzam burocracias ineficientes e encerrem guerras tolas e dolorosas?' Há uma pista, um relance de algo que possa trazer mudança nesse quadro quando se estuda iniciativas como WikiLeaks (www.wikileaks.org) e Propublica (www.propublica.org), exemplos bem específicos de como a tecnologia pode e vai permitir mudanças através da transparência."

Relatório IP Global 30 de Junho de 2010

"Governos do Mundo Industrial, gigantes de carne e aço, eu venho do Cyberspaço, o novo lar da Mente. Em nome do futuro, eu peço a vocês do passado que nos deixem sós... Vocês não tem soberania onde nos encontramos." - **John Perry Barlow**

"Pode-se resistir à invasão de exércitos; não se pode resistir à invasão das idéias." - **Victor Hugo**

"Aprisionar Thomas Edison em 1890 não teria apagado as luzes" - **The Economist**

"In gold we trust." - **Anônimo**

A variação no valor de mercado das cotas do IP-Global no quarto trimestre de 2010 foi de 2% (3,7% em dólares), levando a variação no ano como um todo para 3,9% (9,5% em dólares). Desde o início da gestão do fundo pela IP, em 30 de setembro de 2009, o mesmo acumula rentabilidade de 5,3% (12,3% em dólares), sempre líquida de todos os custos.

Reduzimos em 30% a posição da cesta-ouro (maiores detalhes nos relatórios do 2º e 3º tri/2010). O *case* fica cada dia mais *mainstream*, que se por um lado nos recompensa com a valorização da posição, certamente nos coloca mais próximos do momento do esgotamento do estoque de novos compradores, essenciais para continuar elevando os preços ("teoria do último trouxa"). A posição ainda é bem relevante (aprox. 8% em 31/12).

Por outro lado, aumentamos as posições em "gigantes mal-amados da infra-estrutura da internet"; por hora Microsoft e Cisco. Em ambos os casos aproveitamos os momentos de sentimento mais negativo, nos quais os preços caíram e as volatilidades implícitas das opções (no caso *puts*) subiram para comprar ações e vender *puts*, que resultariam em aumentos automáticos das posições em caso de queda das cotações.

Continuamos intrigados com a aparente oportunidade oferecida pelas ações da Microsoft. A busca por motivos que expliquem os preços recentes continua. Não encontramos mais nenhum ponto negativo relevante além dos já citados no relatório passado. Por outro lado, enquanto que no relatório passado focamos mais em explorar o *valuation* de forma absoluta, nesta vamos tentar endereçar alguns pontos positivos adicionais que, a nosso ver, suportam a tese de que além de barato em termos de múltiplos atuais, a situação pode ser ainda melhor em termos de futuro (crescimento).

O primeiro seria o sucesso do lançamento do Kinect (um demo interessante pode ser visto em www.youtube.com/watch?v=LUSiFjeRWjw), dispositivo que permite que usuários do Xbox (Cavalo de Troia da Microsoft na briga pela sala de TV disfarçado de console de videogame), interajam com o sistema totalmente através de gestos, tornando *mouses* e *joysticks* dispensáveis em muitos casos.

"De acordo com informações cedidas aos lojistas, o Kinect é capaz de monitorar simultaneamente até seis pessoas, incluindo análise motora de dois jogadores ativos e extração de características de 20 articulações por jogador. A tecnologia de software permite reconhecimento gestual avançado, reconhecimento facial e vocal."

De uma hora para outra o genial comando do Wii (da Nintendo, lançado em 2006), que captura movimentos do usuário mas requer que o mesmo mova um ou dois *joysticks* sem fio, ficou obsoleto. Pelo que pudemos apurar, as vendas do Kinect vêm ocorrendo a uma velocidade de 1 milhão de unidades a cada 10 dias. Este número torna-se mais relevante quando levamos em conta que, até o momento, o dispositivo só funciona conectado ao Xbox 360, que contava com uma base instalada da ordem de 40 milhões de consoles até novembro (mesma faixa do Sony Playstation 3 e ainda inferior aos 70 milhões do Wii). Obviamente não há limitação tecnológica para que o mesmo dispositivo possa ser usado como interface para qualquer *device* ou *software*, como visto, por exemplo, no filme "Minority Report", o que nos levou a pensar sobre as razões para que a Microsoft ainda tenha restringido a interface do dispositivo ao Xbox. A melhor explicação que encontramos seria de que, dadas as restrições de produção e distribuição, a empresa esteja escalonando sua abertura para outros sistemas, como o próprio PC.

Um cenário positivo e possível aqui seria a adoção da interface gestual em grande escala e com vantagem temporal pela Microsoft tanto quanto a sistema operacional quanto a aplicativos.

Outro potencial positivo seria um ganho significativo de penetração do Xbox. Controlar de forma inovadora e intuitiva um *set-top box* "inteligente" - a despeito de todo o furor sobre tablets - é poderosíssimo, principalmente se o tal *set-top box* for integrado a seus jogos *online* (Halo?), messenger (MSN?), *search engine* (BING?) e se for, como é, infinitamente mais leve que o *tablet* - o usuário apenas faz sinais naturais e a "TV" responde.

Aqui o risco maior é que mais uma vez a idéia seja melhor marqueteada por terceiros (Apple?), mas com

as vendas ocorrendo às taxas atuais este cai rapidamente.

Outra consideração interessante é a comparação da unidade de "Business Division" da Microsoft, que fornece softwares e serviços a clientes corporativos, com outras empresas de software corporativo como Oracle e SAP. Como todas as comparações, há que se usar como referência e não verdade absoluta:

	Oracle	SAP	Microsoft (Business Division)
Receitas último FY	27 (US\$ Bi)	10,5 (US\$ Bi)	18 (US\$ Bi)
Margem operacional últimos 3 anos	34,8%	24,6%	50% (estimativa IP para 2010)
Market Cap	158 (US\$ Bi)	62 (US\$ Bi)	na

Outro ponto de referência é a Nintendo, supra-citada líder do setor de jogos eletrônicos, que faturou pouco mais de US\$ 15 bilhões no último ano fiscal (31 de março), lucrou US\$ 2,4 bilhões e tem *market cap* de US\$ 41 Bi, enquanto que a divisão de "Entretenimento e dispositivos" da Microsoft faturou pouco mais de US\$ 8 bilhões no último ano fiscal (30 de junho) com lucro estimado por nós na casa de US\$ 600 milhões.

Na categoria "cereja no bolo" temos alguns conhecidos e outros provavelmente não. Um deles é o sistema operacional para telefone, em relação ao qual tendemos a concordar com o mercado que as chances de sucessos são menores.

Na ponta negativa, entendemos que há muitos riscos, conhecidos e impensáveis, mas temos dificuldade de compartilhar a crença dos que categorizam Facebook e Twiter como Microsoft/Google *killers*, ignorando que muitas empresas sequer permitem o acesso a Facebook e Twiter através de suas redes corporativas. Tanto Facebook quanto Twiter são relevantes, mas daí a serem *killers* num horizonte de tempo que justifique os *valuations* atuais...

Na verdade o que mais nos preocupa seria a possibilidade de uma aquisição "desastrada". Alternativas não faltam. Só no segmento de telefonia móvel, duas alter-

nativas seriam Nokia e Research in Motion. Outra seria Netflix, cujo negócio pode ter grandes sinergias com a plataforma Xbox e cujo fundador faz parte do *board* de Microsoft, mas cujos desafios de integração e diferenças culturais e motivacionais seriam imensos, sem falar em *valuation*. Não temos capacidade de avaliar a esta altura o potencial destas alternativas, sendo certo que podem até ser positivas. Mas o histórico das grandes aquisições recomenda cautela.

Uma conclusão clara que temos é que dada a dificuldade para analistas cobrirem a diversidade de atividades/setores da Microsoft, a empresa hoje negocia com "desconto de *holding*". O clamor por um *break-up* da empresa é antigo, tendo inclusive sido determinado em primeira instância à época do julgamento *anti-trust* da empresa nos EUA (posteriormente revertido). Não temos opinião forte acerca da alternativa, mas temos bastante convicção que seria bem vista pelo mercado, levando a uma alta expressiva das cotações.

Acreditamos que a "pergunta certa" em relação a Microsoft é se a organização tem valores/cultura nas quais acreditemos e se é funcional. Embora não acreditemos que seja comparável a exemplos extremos que vêm de imediato à cabeça e historicamente costumam ter participação relevante no IP-Global (como Berkshire Hathaway e Anheuser-Busch InBev), temos uma visão de que seja bem melhor que os preços atuais da ações indicam.

No caso de Cisco, vários pontos convergiram no sentido de aumentarmos significativamente a exposição comprada no papel.

Três deles estão relacionados ao potencial da internet móvel que cada dia fica mais claro para nós:

- O impacto dos iPhones, principalmente ao analisarmos-os de forma relativamente mais "pura", como em cidades mais conectadas do vale do silício ou San Francisco, indica o que está por vir com o aumento da penetração dos *smart phones*.
- Por outro lado, o início da implantação das redes 4G (mais velozes) aumenta a capacidade de uso de cada usuário (e capex das operadoras...)

- Como consequência do aumento de penetração, "main-streamização" na ponta usuária e da capacidade, a história mostra que surgem novos usos inesperados.

A combinação dos fatores acima nos leva a crer em um crescimento exponencial de demanda por conectividade (o produto da Cisco, nas mais diversas formas: *switches, routers, set-top boxes, softwares*).

Outro fator na ponta da demanda, que não nos parece adequadamente refletido nos modelos de muitos analistas/investidores, é a questão de segurança na internet, reforçada por pontos como o "evento wikileaks", stuxnet¹ e a criação do "United States Cyber Command"² - uma "quarta força" armada nos EUA³, especificamente dedicada a "guerra online".

Os contrapontos óbvios a estes aspectos positivos seriam a queda de preços, impulsionada pela concorrência e a queda de demanda das entidades governamentais, clientes relevantes da Cisco, em função dos déficits e dívida públicas. Este último nos remete imediatamente à constatação de que os negócios de "defesa" de empresas como Boeing, General Dynamics, United Technologies e outras menos "populares" historicamente "têm se virado bem"...

"Noves-fora", acreditamos que os fatores positivos pesarão muito mais do que os negativos que parecem estar refletidos no preço das ações de Cisco, o que nos leva ao *driver* final do nosso aumento de posição: a queda nos preços de Cisco, que levou o papel a múltiplos bastante convidativos. Obviamente há uma série de outros fatores a considerar, como cultura corporativa, governança, modelo de negócios, balanço, concorrência e competitividade, ambiente regulatório, etc. Mas esta é uma empresa que, com maior ou menor profundidade, acompanhamos há mais de uma década, o que nos deu conforto para um salto considerável. Veremos...

Na direção oposta aos aumentos nas posições de Microsoft e Cisco, zeramos em outubro a pequena posição (aproximadamente 2%) que tínhamos em Nokia (com perda de 36bps no ano, após ganho de 3bps em

2009). A razão para tal foi a combinação de um repique nas cotações com o aumento inexorável da probabilidade do que considerávamos o maior risco: o crescimento da plataforma Android (desenvolvida e oferecida gratuitamente pela Google aos fabricantes de aparelhos, incluindo os *ultra-low costs* da Asia).

De maneira que pode parecer paradoxal, também reduzimos em aproximadamente 20% nossa posição em Google. As principais razões aqui foram o aumento do risco em função do desenrolar negativo da questão *anti-trust* europeia e a alta dos preços das ações. Mais uma vez uma questão da combinação do aumento na nossa percepção de riscos concomitante ao aumento dos preços das ações. Mas neste caso Google permanece como posição "média" (aproximadamente 5%).

Em geral achamos que o valor de mercado das empresas de um setor "quente", que deve experimentar forte crescimento relativo, excede o valor razoável dos eventuais ganhadores. Neste caso, embora nem todos os potenciais ganhadores óbvios sejam listados (talvez alguns ainda nem existam...), uma conta de padaria (em geral as melhores) nos leva a crer que há uma boa oportunidade. Como na maioria dos casos, há "queridinhos e desprezados". A consequência prática tem sido um aumento gradual da exposição ao setor de tecnologia, tanto em termos brutos quanto líquidos. Como forma de tentar maximizar a relação risco-retorno, estamos substituindo alguns *hedges* mais sistêmicos por algumas empresas do setor que estão na fase "queridinha".

Na linha de ajudar nossos proverbiais "7 investidores que andam de Dodge Dart" a monitorarem nosso *framework* mental, seguem algumas considerações genéricas sobre o segmento "*tech*" que têm implicações relevantes em nossas decisões de investimentos:

I- Em certas situações divergimos do mercado quanto à curva de impacto da concorrência/novas tecnologias. É fato que ao longo do tempo a maior parte das tecnologias torna-se obsoleta. Mas em termos de investimentos, o importante é acertar em

linhas gerais a velocidade com que cada processo ocorre e a eficácia e custo dos esforços do *player* estabelecido em aproveitar-se das ou resistir às mudanças.

II-Alguns produtos e serviços vistos como substitutos acabam provando-se acréscimos, complementos e às vezes até mesmo "*enhancers*" de produtos estabelecidos.

Exemplos de ambos os casos são abundantes e muitos amplamente conhecidos, de forma que pouparemos a paciência dos leitores.

Adicional e paradoxalmente, em alguns casos novos produtos são descontados em excesso. O caso mais extremo, claro, foi o Windows (nas primeiras versões). Recentemente casos relevantes de que acreditamos ter tirado algum proveito foram PayPal (via eBay) e Youtube (Google).

Nosso trabalho e prazer é a busca de oportunidades nestas eventuais distorções e transformá-las em lucros para o IP-Global.

THERMO-FISHER (TMO)

Em dezembro a Thermo-Fisher anunciou a aquisição da Dionex por aproximadamente US\$ 2 bilhões. Este valor representa aproximadamente 10% do valor de mercado recente da Thermo. Ao contrário do que ocorre na maioria dos casos a ação da TMO, a adquirente, subiu após o anúncio. A nosso ver a exceção aqui se justifica pelo fato de que a aquisição de empresas a serem "plugadas" na sua rede global de distribuição de equipamentos e suprimentos técnico-científicos tem se provado bastante lucrativo (ver maiores detalhes sobre a empresa no nosso relatório do 3º tri/2010).

A Dionex se encaixa como uma luva na Thermo-Fisher, não somente pelas atividades como também pelo perfil econômico-financeiro. A empresa é uma geradora contumaz de caixa, que vem sendo utilizado ao longo dos anos na recompra de suas ações, sinalizando fortemente uma percepção interna de respeito aos limites de crescimento orgânico. A expectativa da empresa de que a aquisição gere valor rapidamente

através do corte de custos comuns e ganhos de vendas por integração ao guarda-chuva TMO nos parecem razoáveis. Por outro lado, o aquecimento das operações de M&A no setor nos causam certa preocupação. Em dezembro foi anunciado o processo de venda da Beckman Coulter, empresa do setor de equipamento de laboratórios com um *market cap* de US\$5 bilhões. Por mais que muitas aquisições possam fazer sentido, especialmente para a Thermo-Fisher que é uma máquina de aquisições e liberação de sinergias e vendas no setor, há riscos induzidos pela quantidade⁴ e, principalmente, pelos eventuais preços pagos. Historicamente, baixas taxas de juros e excesso de liquidez levam a muito "dinheiro bobo" para aquisições, tanto por *players* estratégicos quanto por investidores financeiros⁵. O novo CEO de TMO tem que ter muita disciplina. Com a forte alta das ações, fizemos uma venda coberta de opções de compra de aproximadamente um terço da posição.

O ponto negativo aqui foi nossa falha em não ter comprado ações da Dionex anteriormente, falha esta composta pelo fato de que a estratégia de buscar oportunidades nos potenciais alvos de TMO é algo que já explicitamos. Não dá para pegar todas, dado que o dia só tem 24 horas, mas esta foi triste. Nossos profundos e sentidos pedidos de desculpas.

Em termos de ajustes gerais e mais finos, remontamos parte da posição em Berkshire Hathaway que "tinham nos levado" através do exercício de *calls* cobertas, num momento subsequente em que as cotações caíram de volta a níveis mais atraentes. Berkshire continua a ser posição relevante (9,1% em 31/12). Também aumentamos nossa posição em Johnson & Johnson (maiores detalhes sobre a empresa no relatório do 3º tri/2010), que continua na categoria "média", com aproximadamente 6%.

Na linha de purificação de fim de ano da alma, não podemos deixar de expressar frustração com a nossa dificuldade em implementar algumas posições no segmento de renda-fixa americana de longo prazo, às quais dedicamos muitos esforços na identificação mas

falhamos na execução. Pecamos na velocidade de reconstrução de canais operacionais, que tinham sido drasticamente reduzidos em função dos temores quanto a riscos de crédito em 2008. Estimamos que só pelo lado do que poderíamos ter ganho caso tivéssemos implementado a estratégia, deixamos na mesa uns 200bps. O ponto não passou despercebido e esperamos fazer progressos à respeito.

Finalmente, uma da categoria "estão loucos?": montamos uma pequena posição (aprox. 2% em 31/12) em Petrobrás. Talvez a principal razão aqui, mais do que qualquer coisa, tenha sido a reafirmação de nossa possibilidade de especular. Não consideramos ações da empresa algo que se encaixe na categoria de "pedaços de um negócio", dado que estimamos que a probabilidade do valor terminal da empresa ser próximo a zero é bastante elevada. Mas hoje, na mesma linha do ouro, esta visão está bastante popular e acreditamos que estas coisas são cíclicas e que as cotações estão bastante deprimidas. Além disto, se encaixa na categoria "se-estivermos-muito-errados-isto-pode-ajudar", também conhecido como *hedge*.

PERSPECTIVAS

O *imbroglio* Wikileaks mostra mais uma vez de forma clara e indelével o ponto de inflexão que vivemos em termos de governança. O modelo atual está irremediavelmente ultrapassado. Por mais que o *establishment* tente conter as novas iniciativas⁶, "o Gênio (cabe a cada um decidir se "do bem" ou "do mal") saiu da garrafa". Em meados de dezembro, uma busca por "Wikileaks" no Google retornava aproximadamente 440.000.000 de *hits* em 0,18 segundos. Assange não criou sua página "pessoal" no Facebook, mas já tinha mais de 30.000 amigos na "fila" com interesse explícito para quando e se o perfil for criado. Ao longo de dezembro, em função da atenção gerada pelo evento Wikileaks, diversos outros sites do gênero começaram a ser notados e lançados, como por exemplo *rospil.info*, que foca especificamente em empresas russas, *tradeleaks.com*, etc...

A nosso ver, toda discussão sobre se Wikileaks é um "bem" ou um "mal" é inócua em termos práticos. Pouco

importa nossa opinião (que por sinal é não-qualificada, pois não achamos que vale a pena investir nosso recurso mais escasso e valioso - tempo - em qualificá-la, dado que seria irrelevante tanto pela inexorabilidade do fenômeno quanto pela condicionalidade que certamente teria). Será que os governos de outrora não se sentiram ameaçados com os primeiros jornais investigativos? Não houve abusos? Quantas e quais serão as consequências não-previstas de um evento tão abrangente e profundo?

Uma abordagem pouco usada mas que nos chamou a atenção, de forma paradoxal à abordagem da maior parte da cobertura, foi o fato de que, em tantos documentos, tão poucas barbaridades surgiram. Ponto para o Departamento de Estado Americano⁷. Porque, francamente, a "novidade" que embaixadas americanas são instrumentos de levantamento de informação para o departamento de estado americano e que muita gente acha a Carla Bruni interessante e o departamento de estado francês usa este fato, são resíduos do "velho mundo".

A evolução das tecnologias de comunicação e suas derivações e consequências não deixam mais espaço para tanta hipocrisia, "*hidden-agendas*" e "*spin*" (o culpado é quem divulga os erros, gafes e massacres, não quem os comete?!?! "Fala sério"...).⁸ Para uma exploração interessante de possíveis consequências, recomendamos a leitura de "The Truth Machine", de James Halperin.

Seguimos, pois, na linha do popular "problema que não tem solução, solucionado está"... Sob o ponto de vista de investimentos, por um lado teremos mais um aumento nos esforços de segurança (tendência positiva em princípio para Microsoft, Cisco). Por outro lado, o aumento de transparência pode beneficiar empresas que consigam se posicionar para isso, como Facebook, Google...

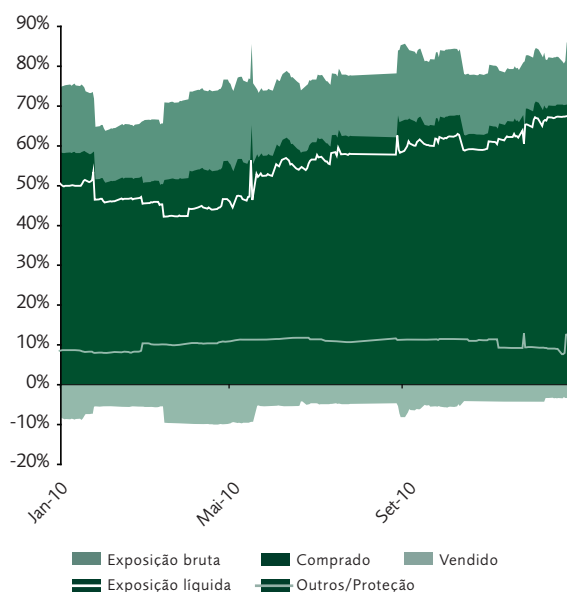
Continuamos com a opinião de que os EUA estão num tremendo atoleiro. Os danos morais são imensos e aumentam a cada dia. Aparentemente Obama falava sério quando disse que "Lula era o homem". Ele agora segue seus passos (e de Chavez) e partiu para a censura⁹. O resultado é que a cada dia aumenta a

probabilidade de estarmos vivendo o fim da era dos EUA como potência hegemônica. Até aí nada, dado que pode ser bom ou ruim, dependendo da situação para que caminhamos, do ponto de vista e do fato de que tudo se resolve com o tempo¹⁰.

Estamos otimistas em relação aos impactos de longo prazo destas mudanças, mas como em todas elas, haverá custos, traumas... Pelo ponto de vista de investimentos, acreditamos que muitas oportunidades continuarão a ocorrer. O ouro foi/ é¹¹ uma delas, o short de *treasuries* e os *30 yrs swap spreads* são outras, e a diferença de percepções em relação ao que é uma empresa "americana" é outra. Os *valuations* de algumas empresas que são consideradas "americanas" por razões históricas - mas que competem globalmente - estão atraentes e este é um tema em que temos focado. Além disto, perder a posição hegemônica é diferente de ser mal-sucedido. Mesmo esta hipótese, sob a ótica de investimentos, tem que ser vista levando-se em consideração os preços. É um cenário complexo, que requer monitoramento constante dos obstáculos e eventuais ajustes bruscos, no qual, como sempre, é fundamental também não perder a perspectiva de longo prazo.

A forma mais objetiva que encontramos de apresentar nosso resumo desta ópera é através dos dados de

exposição do fundo. A evolução da exposição ao longo de 2010 pode ser visualizada no gráfico a seguir:



O que não pode ser visualizado acima é que, considerando os riscos decorrentes de uma retomada mais forte da economia americana e um aumento das taxas de juros naquele país, estamos montando uma posição de *puts* longas, *out-of-the money*, em ouro. O valor aplicado é bem baixo para o fundo e provavelmente será perdido. Mas seguros são assim...

Trabalhando por bons retornos e torcendo por um mundo mais equilibrado e transparente, desejamos um feliz 2011 and *beyond*...

NOTAS

1 <http://en.wikipedia.org/wiki/Stuxnet>

2 http://en.wikipedia.org/wiki/United_States_Cyber_Command

3 <http://www.infosecurity-us.com/view/14826/cyberspace-the-fourth-arm-of-the-military/>

4 "Muito mais empresas morrem de indigestão do que de inanção." Charlie Munger

5 Recente entrevista de David Rubenstein, do Carlyle, não deixa muitas dúvidas acerca do cenário de private equities global: <http://dealbook.nytimes.com/2010/12/20/carlyle-keeping-eyes-on-the-dragon/>

6 "Acho que ele precisa ser processado ao máximo permitido por lei, e se isso der problemas precisamos mudar a lei" - Mitch McConnell, líder Republicano no Senado em 05/12/2010.

7 Ponto bem levantado no excelente artigo de Timothy Garton Ash no The Guardian de 28 de novembro (www.guardian.co.uk/commentisfree/2010/nov/28/wikileaks-diplomacy-us-media-war/print)

8 "O Presidente Obama diz que o ultimo acordo ajudará "pais e estudantes e outras pessoas a gerenciar suas contas". Certamente. Pessoas comuns acham mais fácil manter suas finanças em ordem quando o governo federal não dá o menor sinal de que fará o mesmo." Coluna Lex do FT em 07/12/2010.

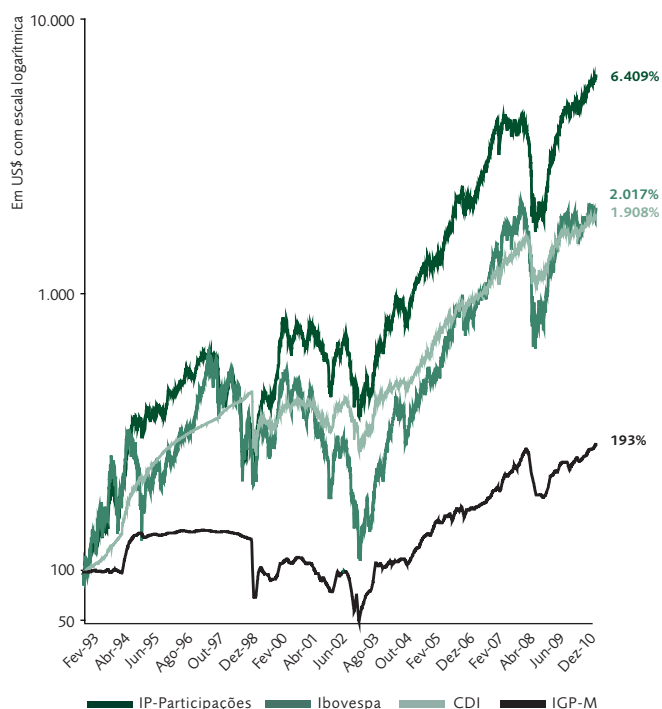
9 Tomara que continue na trilha do nosso grande político e volte atrás e defenda o Wikileaks e Assange.

10 Neste quesito a reação verificada nos mid-term elections comentadas no relatório passado pode ser considerada ponto "positivo" para a sociedade americana.

11 Se chegarmos ao ponto do mercado aplicar aos títulos dos EUA o mesmo rigor que aplicou a países em situações fiscais semelhantes - mais recentemente, Grécia, Irlanda, Portugal, Espanha para citar os mais conhecidos ainda há um bom upside/downside pela frente, como sempre dependendo do ponto de vista "comprado" ou "vendido" de cada um...

PERFORMANCE – IP-PARTICIPAÇÕES

PERFORMANCE



Rentabilidade (R\$)	IP-Participações	Ibovespa ⁽¹⁾⁽²⁾	CDI ⁽²⁾	IGP-M
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%
Setembro 10	2,76%	6,58%	0,84%	1,15%
Agosto 10	0,84%	-3,51%	0,89%	0,77%
Julho 10	3,72%	10,80%	0,86%	0,15%
Junho 10	1,95%	-3,35%	0,79%	0,85%
Mai 10	-1,44%	-6,64%	0,75%	1,19%
Abril 10	0,82%	-4,04%	0,66%	0,77%
Março 10	1,99%	5,82%	0,76%	0,94%
Fevereiro 10	2,30%	1,68%	0,59%	1,18%
Janeiro 10	-0,82%	-4,65%	0,66%	0,63%
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%
60 meses	156,60%	108,37%	74,30%	34,42%
Desde 26/02/93 US\$ ⁽³⁾	6409,23%	2016,99%	1907,59%	193,20%
Retorno anualizado US\$ ⁽³⁾	26,57%	18,80%	18,44%	6,26%

(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\$ 207,892

Média PL últimos 12 meses Master (mil): R\$ 218,551

CARACTERÍSTICAS DA PARCELA EM AÇÕES

	% Parcela em ações
Ativos Internacionais	8%
Ativos que participam do Ibovespa	30%
Small Caps (menor que US\$ 1bi)	18%
Mid Caps (entre US\$ 1bi e US\$ 3bi)	10%
Large Caps (maior que US\$ 3bi)	72%

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 ou altas margens de segurança. Em função disso, espera-se que o Fundo apresente pouca correlação com o mercado de ações (Ibovespa). O Fundo destina-se a investidores qualificados.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

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

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

Limites de movimentação para funcionários/administradores da GESTORA:

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

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

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

Prazo de carência: Não há.

Horário limite para movimentações: 14:00 h

Conta do fundo (para TED): Banco Bradesco (237) – ag 2856-8 – cc 585.788-0 IP-Participações FI em Ações – CNPJ 29.544.764/0001-20

CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
5 Maiores	34,9%	1,74%
5 Seguintes	17,7%	0,69%
Outra	21,9%	0,58%
Caixa	25,5%	0,05%

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

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 terceiro mês subsequente.

Taxa de administração:

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

Taxa de performance:

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

Tributação:

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

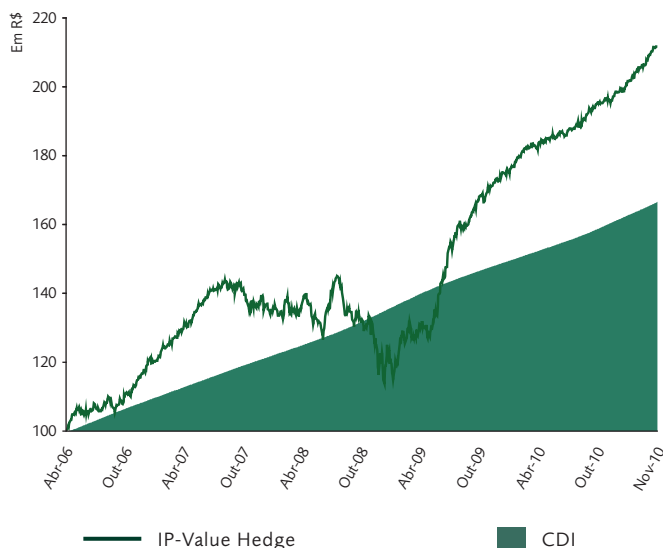
Categoria ANBIMA: Ações Livre

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

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

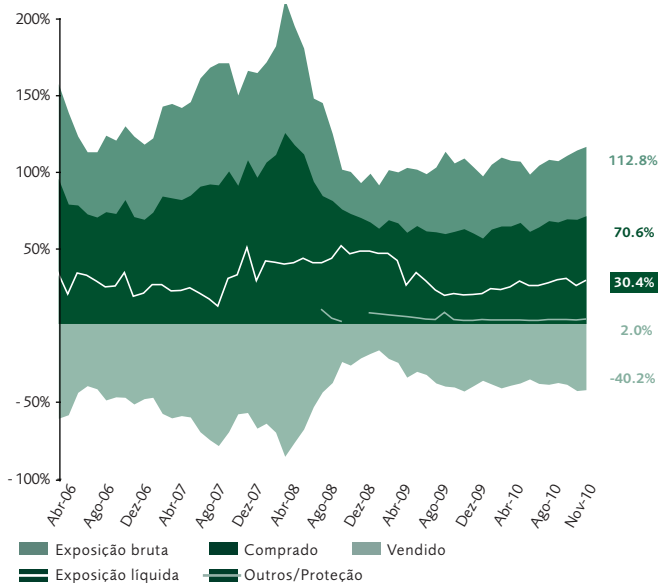
PERFORMANCE



Rentabilidade (R\$)	IP-Value Hedge	CDI	%CDI
Dezembro 10	2,58%	0,93%	278,16%
Novembro 10	1,40%	0,81%	173,40%
Outubro 10	2,07%	0,81%	256,89%
Setembro 10	0,74%	0,84%	87,42%
Agosto 10	1,19%	0,89%	134,50%
Julho 10	0,88%	0,86%	102,50%
Junho 10	1,89%	0,79%	238,61%
Mai 10	1,38%	0,75%	184,36%
Abril 10	0,45%	0,66%	67,39%
Março 10	0,83%	0,76%	109,36%
Fevereiro 10	0,37%	0,59%	62,67%
Janeiro 10	0,73%	0,66%	111,34%
2010	15,48%	9,75%	158,72%
2009	44,59%	9,88%	451,44%
2008	-5,81%	12,38%	-
2007	12,02%	11,82%	101,74%
2006 ⁽¹⁾	22,16%	10,36%	213,86%
12 meses	15,48%	9,75%	158,72%
Desde 13/04/2006 ⁽¹⁾	115,21%	67,24%	171,36%
Volatilidade Histórica ⁽¹⁾	9,57%	0,11%	

(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\$ 104.453 Média PL últimos 12 meses Master (mil): R\$ 125.473
 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	1,41%	
Maior Retorno mensal	12,67%	
Menor Retorno Mensal	-6,32%	
Meses Positivos	44	77%
Meses Negativos	13	23%
Total	57	100%
Últimos 12 meses	15,48%	
Últimos 18 meses	31,97%	
Últimos 24 meses	66,96%	

EXPOSIÇÃO POR ESTRATÉGIA

Estratégia	# Trades	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Arbitragem	8	33,9	30,1%
Direcional Long	28	53,6	47,5%
Direcional Short	20	22,3	20,6%
Outros / Proteção	2	2,04	1,8%
Total	58	112,8	100,0%

CONTRIBUIÇÕES PARA O RESULTADO DO MÊS

Estratégia	%
Arbitragem	0,07
Direcional	2,17
Caixa	0,30
Outros / Proteção	0,03
Total	2,58

EXPOSIÇÃO POR MARKET CAP*

Capitalização**	# Empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Small	3	4,4	4,0%
Middle	6	7,1	6,4%
Large	32	91,2	82,4%
Índices	2	8,0	7,2%
Total	43	110,7	100,0%

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

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

FUNDO

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

EXPOSIÇÃO POR SETOR*

Setor	# Empresas	Exposição Bruta	% Exposição Bruta
Alimento, Bebida e Tabaco	6	11,2	10,1%
Bens duráveis	1	0,6	0,6%
Bancos	4	21,6	19,5%
Energia Elétrica e Saneamento	6	17,0	15,3%
Farmacêutico	1	4,1	3,7%
Imobiliário	5	10,5	9,5%
Índices	2	8,0	7,2%
Materiais Básicos	5	5,9	5,3%
Mídia (Editora)	1	2,3	2,1%
Outros	1	0,7	0,6%
Petróleo	1	3,4	3,0%
Seguros	1	2,5	2,2%
Serviços	2	2,7	2,5%
Serviços Hospitalares	1	3,4	3,1%
Serviços Financeiros	3	4,7	4,3%
Tecnologia	1	4,0	3,6%
Transporte e Logística	2	2,4	2,1%
Varejo	3	5,9	5,3%
TOTAL	46	110,7	100,0%

*Refere-se exclusivamente à parcela investida em ações.

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS (CONT.)

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 com Alavancagem

INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Gestor: Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.

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

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

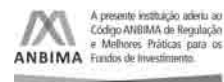
Administrador e Distribuidor: BNY Mellon Serviços Financeiros DTM S/A (CNPJ: 02.201.501/0001-61) Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905 Tel: (21) 3974 4600 / Fax: (21) 3974 4501 / www.bnymellon.com.br/sf

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

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

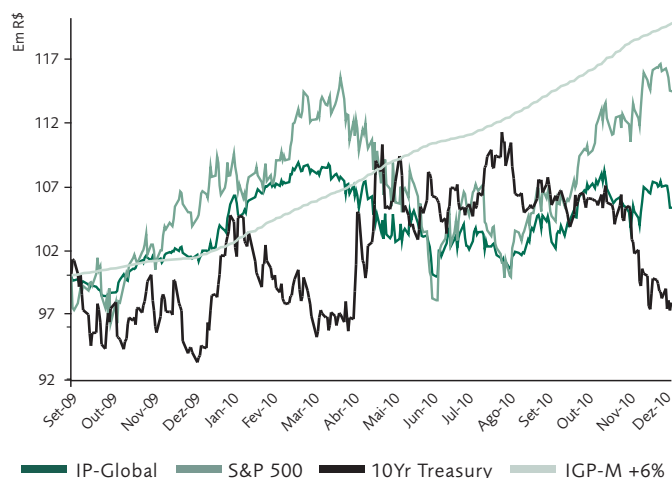
Custodiante: Banco Bradesco S.A.

Auditor: KPMG



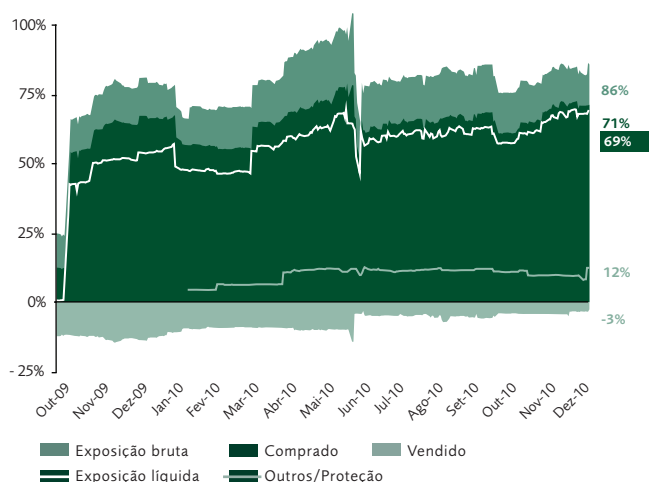
PERFORMANCE – IP-GLOBAL

PERFORMANCE



IP-Global S&P 500 10Yr Treasury IGP-M +6%

EXPOSIÇÃO DA CARTEIRA



Exposição bruta Comprado Vendido
Exposição líquida Outros/Proteção

FUNDO

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

PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

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

Aplicação máxima inicial: Não há.

Valor mínimo para movimentação: Não há.

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

Prazo de carência: Não há.

Horário limite para movimentações: 14:00 h

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

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

Resgate:

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

Rentabilidade (R\$)	IP-Global	S&P 500 ⁽²⁾	10 Yr ⁽²⁾ Treasury	IGP-M + 6%
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%
Setembro 10	2,64%	5,09%	-3,66%	1,65%
Agosto 10	-1,41%	-4,58%	4,51%	1,28%
Julho 10	-0,20%	4,38%	-2,18%	0,67%
Junho 10	-0,66%	-6,03%	2,62%	1,34%
Mai 10	-3,23%	-3,41%	8,70%	1,68%
Abril 10	-1,51%	-1,30%	-1,09%	1,23%
Março 10	1,01%	4,28%	-3,31%	1,48%
Fevereiro 10	1,31%	-0,41%	-3,39%	1,60%
Janeiro 10	4,15%	3,80%	11,31%	1,10%
2010	3,91%	10,11%	4,11%	17,97%
2009 ⁽¹⁾	1,31%	3,84%	-5,95%	1,36%
Desde 30/09/09 ⁽¹⁾	5,27%	14,33%	-2,09%	19,57%

(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\$ 5.082

CONCENTRAÇÃO DA CARTEIRA

	% Carteira	Contribuição Mensal
5 Maiores	46%	1,11%
5 Seguintes	24%	0,52%
Outros	11%	0,03%
Caixa	19%	-0,17%
Total	100%	1,48%

CONCENTRAÇÃO POR ESTRATÉGIA

	% Carteira	Contribuição Mensal
Direcional Long	72%	1,69%
Direcional Short	-3%	-0,12%
Caixa	19%	-0,17%
Outros/ Proteção	12%	0,08%
Total	100%	1,48%

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, 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

Viajar de avião é o jeito da Natureza de fazer uma pessoa parecer com sua foto de passaporte. - *Anônimo*

Todo marinheiro bêbado confia na Divina Providência. Mas uma das maneiras da Providência lidar com marinheiros bêbados é jogá-los nas pedras. - *George Bernard Shaw*

Se você resgata um cachorro e o faz prosperar, ele não o morderá. Essa é a principal diferença entre um cachorro e um homem. - *Mark Twain*

Artistas medíocres sempre admiram os trabalhos uns dos outros. - *George Bernard Shaw*

Educação é algo admirável, mas é bom lembrar de vez em quando que nada que vale a pena saber pode ser ensinado. - *Oscar Wilde*

Qualquer tolo pode fazer uma regra, e todos os tolos irão segui-la. - *Henry David Thoreau*





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