

*Caro Investidor,*

*A Investidor Profissional inaugura nova formatação para o Relatório de Gestão.*

*A partir de agora, um Relatório consolidado agrupará todos os Fundos geridos pela IP. O novo modelo, mais moderno e melhor organizado, substitui o de relatórios individualizados por fundo.*

*O cliente estará recebendo o novo Relatório a cada trimestre – nos meses de abril, julho, outubro e janeiro.*

*Nos demais meses do ano, cada Fundo será contemplado por um informativo mensal mais conciso, com notícias de destaque sobre os investimentos realizados e respectivos mercados, além da performance do mês.*

*O novo modelo permitirá maior organização e padronização de idéias, o que tornará mais eficiente a comunicação entre gestores e cotistas.*

*Aproveite o novo Relatório de Gestão da Investidor Profissional. Fique atento, em especial, aos comentários sobre risco, bastante esclarecedores acerca da visão e da filosofia de investimento da empresa - estes sim, imutáveis.*

*A Investidor Profissional coloca-se, como de hábito, à disposição para maiores esclarecimentos, ou mesmo para receber eventuais sugestões de seus clientes.*

*Atenciosamente,*



---

*Roberto Vinhães*  
Sócio-fundador



# Índice

Entendendo e Gerindo Riscos .....	5
Sumário .....	5
Administração de risco .....	5
Um conceito muito difundido, pouco compreendido e quase nunca bem administrado .....	5
A 200 km/h com os olhos no retrovisor .....	7
O ponto de vista da Investidor Profissional .....	9
Conclusão .....	10
IP-Participações .....	11
Retrospectiva dos Relatórios de Gestão .....	11
Histórico .....	22
Informações .....	23
IP.com .....	25
Informações .....	26
IP Equities Value Global .....	27
Análise do desempenho do Fundo .....	27
Perspectivas .....	28
Conclusão .....	29
IP Exportadoras .....	31
Histórico .....	32
Informações .....	33
Aleatórias .....	35



# Entendendo e Gerindo Riscos

## Sumário

- Inúmeros fatores aleatórios determinam a performance de curto prazo. No entanto, quanto maior o prazo de observação, menos importante o fator “sorte” e mais determinantes são os fundamentos. Por isto nos orgulhamos tanto de nosso histórico de 10 anos do IP Participações.
- Experimente se perguntar qual o racional para a mudança, qual o grau de conhecimento da estratégia adotada, DOS RISCOS INCORRIDOS. A experiência é que a maioria ficará no famoso “os resultados estão muito bons”. Na prática, o que pode ocorrer é a adesão a um jogo de roleta russa porque conheceu-se alguém que ganhou dinheiro com ele.
- Já perdemos a conta do número de vezes em que vimos investidores e até mesmo profissionais de mercado tomarem decisões de “gestão de risco” com objetivo de reduzir sua exposição ao risco que na prática representam um aumento da mesma.
- Acredita-se que a tarefa de gestão de risco é como a de um bom clínico. Estudam-se casos passados, usam-se exames modernos e tecnologicamente avançados, ouvem-se especialistas e participa-se de conferências e congressos. **No final, experiência, bom senso e disciplina fazem a diferença.** Antes de mais nada, há que buscar os fundamentos, ter consciência e levar em consideração limitações pessoais e sempre lembrar que, **para chegar em primeiro, primeiro é preciso chegar.**

## Administração de risco

Os resultados obtidos pela Investidor Profissional ao longo de sua existência se devem a alguns fatores da maior importância. Foco explícito em conceitos como ética, racionalidade, disciplina, comprometimento, alinhamento de inte-

resses e conservadorismo são sempre lembrados e discutidos. O quesito “conservadorismo” introduz outro aspecto importante: a discussão em torno do conceito de risco e de sua “administração”.

### *Um conceito muito difundido, pouco compreendido e quase nunca bem administrado*

A noção de risco das pessoas é superficial, costuma se basear em premissas incompletas, não pertinentes ou irreais e leva muitas vezes a decisões irracionais.

Alguns exemplos ilustram a afirmação.

Admita-se um exame médico para diagnosticar se um indivíduo é portador de determinada doença. O resultado negativo é 100% confiável, isto é, tem-se certeza de que a pessoa não tem a doença. Já o resultado positivo embute margem de erro de 5%, o que converte 5% dos testados em “falsos positivos”. Quer dizer, o exame indica positivo mas a pessoa não tem a doença. Ela atinge 0,1% da população, isto é, 1 em cada 1.000 pessoas.

Suponha que o mesmo teste seja aplicado a esmo em população de 1.000 indivíduos, independentemente de terem ou não manifestado sintomas da doença. Qual a probabilidade de alguém que apresente resultado positivo ser efetivamente portador da doença?

A maioria, inclusive mais de 80% dos médicos que responderam a esta pergunta, afirma que são 95% (é esta a precisão do exame). Está errado. A resposta correta é 2%!! Afinal, se o exame apresenta 5% de falsos positivos, ele também indicará 50 doentes. E como a doença ataca não mais do que uma pessoa em cada grupo de 1.000, apenas uma estará efetivamente doente. Ou seja, dos 50 examinados cujos resultados apresentaram “positivo”, apenas um tem a doença.

(1) Este exemplo apareceu originalmente no livro “Randomness”, de Deborah Bennett.

## • Introdução

Moral da história:

- a) É necessário examinar cuidadosamente cada questão que envolve cálculo de probabilidade.
- b) Margem de erro é algo da maior relevância.

A consequência de equívoco em análise como esta pode ser grande. No caso acima, 49 pessoas poderiam estar expostas a tratamento arriscado e desgastante, assumindo-se grau de “certeza” de 95% de que tivessem a doença (quando a probabilidade correta seria de 2%).

Além dos erros de aplicação do modelo, há situações em que a matemática está correta mas é insuficiente para suportar uma decisão ou baseia-se em premissas implícitas enganosas.

Imagine-se dois jogos de “roleta russa”, aquele no qual os participantes disparam sucessivamente uma arma contra a própria cabeça.

O primeiro envolveria a modalidade “tradicional”, aquela em que uma arma com capacidade para 6 balas é carregada com apenas uma e 6 participantes disparam-na sucessivamente contra sua própria cabeça. Quem sobrevivesse ganharia R\$ 1 milhão.

No segundo jogo, o prêmio seria de R\$ 5 milhões, mas a arma seria carregada com 5 balas.

A terceira alternativa seria o jogador pagar R\$ 100 mil ao organizador para não participar da brincadeira.

Qual das alternativas seria a mais indicada? Numa pesquisa informal, a totalidade preferiu pagar R\$ 100 mil para não jogar.

Isto a despeito de MATEMATICAMENTE as duas primeiras alternativas serem equivalentes e oferecerem perspectiva de ganho extremamente interessante.

O valor probabilístico de participar do jogo na primeira modalidade é de R\$ 833.33,33. Cada jogador tem 5 chances em 6 de não disparar verdadeiramente a bala, o que equivale a 83,33% de chances de ganhar R\$ 1.000.000,00.

Na segunda alternativa, o valor também é R\$ 833.333,33. Cada jogador tem 1 chance em 6 de não levar a bala, o que equivale a 16,67% de chances de ganhar o prêmio de R\$ 5 milhões (R\$ 5.000.000,00 x 0,16666 = R\$ 833.333,33<sup>2</sup>).

Ou seja, as pessoas preferem uma alternativa em que abrem mão de R\$ 100.000,00 a duas

outras em que os modelos matemáticos indicam valor probabilístico superior a R\$ 800.000,00.

O exemplo busca ilustrar que o simples cálculo de probabilidades não é suficiente. Neste caso, dois outros parâmetros são implicitamente usados pelas pessoas:

- a) O exemplo envolve questões pessoais/emocionais. Seres humanos NÃO AGEM RACIONALMENTE EM TUDO O QUE FAZEM. Na pesquisa informal, até agiram. Mas, e quando não é a própria vida que está em jogo? Se a roleta russa envolvesse baratas, certamente as opções seriam diferentes.
- b) A forma de lidar com risco não é linear. Depende da dimensão das consequências. O benefício para aceitar um incremento de risco varia muito. Em muitas situações manifesta-se o apreço ao “*staying power*”, melhor expresso no célebre mantra “para chegar em primeiro, primeiro é preciso chegar”.

O problema é que nem sempre se pode reduzir o risco a zero. Ao tomar decisões de investimento e alocação de capital, muitos agem de forma diversa. Quase sempre porque riscos e “prêmios” não são apresentados de forma clara. Utilizam-se premissas superficiais ou até mesmo deliberadamente deformadas pelo proponente de um “jogo”.

A aplicação “mais rentável do ano passado” é caso clássico. Experimente-se perguntar qual o racional para a mudança, qual o grau de conhecimento da estratégia adotada, DOS RISCOS INCORRIDOS. A experiência é que a maioria ficará no famoso “os resultados estão muito bons”. Na prática, o que pode ocorrer é a adesão a um jogo de roleta russa porque conheceu-se alguém que ganhou dinheiro com ele.

Dentre os inúmeros ativos negociados no mercado, sempre haverá um grupo em destaque – e com ele, alguns fundos. A questão é saber quais os riscos incorridos (vide as crises de 1998 e 1999). De que vale rentabilidade maravilhosa ao longo de quatro anos, se ela é seguida por perda definitiva<sup>3</sup> de 90% ou 100%? Nunca é demais lembrar que rentabilidade de 100% ao ano, quatro anos consecutivos, seguida de perda de 95% no quinto ano, resulta em prejuízo de 20%<sup>4</sup>.

Esta é uma das principais razões por que sempre se destaca a importância do item “prazo” na alocação de recursos do portfólio.

(2) Uma forma imediata de ver que as duas primeiras alternativas se equivalem é notar que o risco da segunda é cinco vezes maior do que o da primeira. O prêmio também, isto é, ambas têm a mesma relação “risco/retorno”.

(3) Existe grande diferença entre desvalorização e perda. No primeiro caso, pode haver recuperação. No segundo, não.

(4) Se a aplicação em questão for um FIF, que paga impostos mesmo sem distribuição de lucros, o resultado final é ainda pior. A título de ilustração, uma aplicação num FIF que renda 100%<sup>aaa</sup> por 4 anos, com tributação mensal e alíquota de 20%, seguida de perda de 95%, resulta em perda de 53% do valor aplicado.

## A 200 km/h com os olhos no retrovisor

É assim que muitos operadores atuam no mercado de capitais. Constroem e carregam posições alavancadas e baseadas exclusivamente no comportamento passado dos preços, como se algo novo não pudesse acontecer.

A analogia com a roleta russa ajuda novamente a entender o problema.

Faça-se uso da comparação entre as duas modalidades do jogo.

A primeira seria a convencional. Neste caso, é possível prever com precisão, antes do início do jogo, que cada participante terá 16,67% de chance de morrer. E mais: mesmo sem qualquer conhecimento estatístico, um observador atento que assista a centenas de jogos deduzirá que um a cada seis participantes morre.

Na segunda versão, antes de cada participante atirar, a arma é levada para fora da sala para ser carregada (ou não) por um sádico bêbado. Neste caso, é absolutamente impossível prever qual a probabilidade de cada participante sobreviver. O observador de incontáveis partidas se depararia com taxa de mortalidade variável em função do humor e do estado etílico do “armador”. Uma imprevisibilidade eterna. Todos poderiam sobreviver, todos poderiam morrer.

Os modelos de gestão de risco baseados exclusivamente em histórico de dados têm como premissa (explícita ou implícita) o comportamento do primeiro jogo. A Investidor Profissional sempre acreditou que a realidade fosse comparável ao segundo.

Noutras palavras: doses elevadas de imprevisibilidade só podem ser combatidas por doses elevadas de paranóia. É preciso acreditar sempre que há um bêbado do lado de fora, pronto a carregar uma arma com seis balas.

A solução é: não tomar parte do jogo. Ou tomar parte apenas de uma versão mais *light*, onde o prêmio de cada rodada é menor mas balas podem apenas ferir, não matar.

Foi este o abismo que sempre opôs a visão e o comportamento da IP e do mercado.

Muitos consultores de investimento baseiam suas recomendações em dados passados. Ignoram sinais presentes de que o futuro pode ser diferente, de que não analisaram períodos longos o suficiente, ou mesmo que não entenderam a estratégia adotada.

Ofereça-se exemplo elucidativo da importância de compreender a estratégia do gestor.

No início de janeiro, ele envia carta a 8 mil clientes potenciais. Quatro mil afirmam categoricamente que o mercado deve subir no trimestre, 4 mil sustentam o oposto. Em abril, ao tomar conhecimento da evolução do mercado, descarta os 4 mil que receberam a carta “errada” e repete o processo com os quatro mil que receberam a carta “certa”. Ou seja, envia 2 mil mensagens otimistas e 2 mil pessimistas.

O processo repete-se até que, ao final de ano e meio, restaram 250 potenciais clientes. Foram os que receberam cartas precisas em seis trimestres consecutivos. A próxima carta anuncia então o lançamento de um novo fundo. O resultado de captação tenderá a ser fantástico, se os investidores e/ou seus consultores focarem o histórico do gestor. Estarão excluídas variáveis como estratégia adotada, filosofia de investimento e, por consequência, risco.

Moral da história: seis trimestres não são suficientes para assegurar o desempenho ou validar a capacidade de análise de ninguém. São uma roleta russa. Quanto maior o prazo de verificação, mais improvável a ocorrência de distorções.

Por outro lado, 40 trimestres de consistência e fidelidade a uma filosofia de investimentos são tempo suficiente para conhecer um gestor. Por isso a Investidor Profissional se orgulha dos resultados colhidos em 10 anos de IP-Participações.

Os desastres gerados por confiança cega em históricos de curto prazo são inúmeros. Fundos que exibiram excelente performance por três ou quatro anos desapareceram em meses. Qualquer fundo brasileiro que tenha atuado consistentemente na ponta de venda de dólar entre junho de 1994 e dezembro de 1998 construiu histórico de resultados expressivo. Mas quebrou em janeiro de 1999, se manteve a estratégia. Para os modelos, seria uma “surpresa”, análoga à que dizimou o famoso *Long Term Capital Management* (LTCM), cuja estratégia era definida por modelos quantitativos altamente sofisticados baseados em séries históricas de preços e premissas do modelo CAPM.

### O Modelo CAPM

Ao longo das últimas décadas, esforços acadêmicos perseguem modelos que permitam, em última análise, gerenciar riscos nos mercados de capitais. Seus idealizadores foram, muitas vezes, agraciados com a conquista de prêmios Nobel.

## • Introdução

A expressão mais utilizada para o modelo que incorpora conceitos resultantes destes esforços é *Capital Allocation Pricing Model* (CAPM). Não cabe discussão detalhada, apenas a exposição de algumas características.

Basicamente o modelo de CAPM elege variáveis-chave, supostamente “definidoras” de risco – “beta”, correlação e volatilidade. Esta última concentra-se em quanto os preços oscilam<sup>5</sup>. Adicionalmente, o modelo assume como premissas, entre outras, que os mercados são:

1. Eficientes, no sentido de que os investidores agem sempre de forma racional e incorporam de imediato todas as informações relevantes de um ativo a seu preço.
2. Continuamente líquidos.

Alguns problemas deveriam limitar seriamente o uso do modelo:

1. Por mais que se goste de pensar na espécie humana como a única racional no planeta, não se deve confundir a possibilidade de agir racionalmente com a hipótese de SEMPRE agir racionalmente.

A premissa de racionalismo esbarra na constatação de que, em diversas situações, a emoção se sobrepõe à razão.

Uma forma interessante de constatar o quão distante a espécie humana está de ser 100% racional é observar o contraste do personagem Dr. Spock, do planeta Vulcano, com os demais tripulantes da Enterprise, num episódio da série original de “Jornada nas Estrelas”. A característica fundamental dos oriundos de Vulcano (além das orelhas pontudas...) é a ausência de emoções. Mais interessante ainda é notar que, em diversas situações, Spock atua como a “inteligência” do grupo, capaz de enxergar as coisas sob ótica mais clara, **principalmente em situações de crise**.

Numa abordagem mais terrena, diversos estudos no campo de *behavioral finance* não só constataam a sobreposição da emoção à razão como também apontam para mecanismos de seleção natural darwinianos. A espécie é resultado de um processo de seleção que já se estende por milhões de anos (em mais de 99,9% dos quais a sobrevivência dependia de reações instantâneas a situações de crise). Indivíduos que corriam ao ver um leão tinham mais chances de reproduzir e dar continuidade

a seus genes do que aqueles que refletiam acerca dos fundamentos da situação. Isso explica a inundação de adrenalina no organismo quando alguém se sente ameaçado, assim como suas conseqüências perversas quando a ameaça não vem de um ataque de leão, mas da oscilação no preço de ativos financeiros.

De fato, a maioria dos participantes do mercado age irracionalmente em muitas situações. Além dos exemplos óbvios, como a bolha dos preços das ações das empresas de Internet, há movimentos relevantes que ocasionam relatórios inócuos, superficiais e/ou irresponsáveis, emitidos sob a tarja de “reputada” instituição financeira. Eles desencadeiam movimentos abruptos de ativos e preços, seja quando vendem-se posições porque o mercado está em queda, seja quando compram-se porque o mercado está em alta. Ignora-se a necessidade de análise menos superficial dos fundamentos. Isso sem falar nos incontáveis movimentos mais específicos de “zeragem de carteiras” relevantes a “qualquer preço”. É o que acontece quando novos gestores, ou superiores hierárquicos, não “gostam” de determinada classe de ativos. A realocação desencadeia, por vezes, movimentos de grande amplitude e considerável duração. A hipótese de mercado perfeito com *players* racionais não sobrevive à análise de um estagiário sensato.

2. A experiência revela que a premissa de mercados continuamente líquidos também não é verdadeira. Ativos historicamente líquidos estão sujeitos a perdas súbitas de liquidez<sup>6</sup>, mesmo quando o esperado era que pudessem provê-la a seus participantes. Isso acontece independentemente de descontinuidades de feriados e fins de semana, quando os principais mercados estão fechados mas “coisas” acontecem (pacotes econômicos, incêndios, terremotos, atentados etc). Casos clássicos de perda de liquidez se verificaram com as ações americanas na “segunda-feira negra” de 1987, ou com os *bonds investment grade* em 1998 (o que “destruiu” o LTCM, fundo gerido por empresa que tinha como sócios atuantes<sup>7</sup> dois dos “nobelistas” formuladores da teoria de CAPM).
3. O modelo baseia-se no conceito de séries históricas e na hipótese de que os retornos obedecem a uma distribuição natural. Ocorre que

(5) Outras variáveis relevantes são custo de oportunidade e rentabilidade esperada.

(6) A perda de liquidez aqui referida diz respeito à possibilidade de não haver compradores para lotes normalmente negociados, sem que haja mudança drástica de patamar de preços, o que inviabiliza o funcionamento do modelo de CAPM.

(7) Talvez não sejamos tão petulantes assim. Afinal eles (e muitos outros que confiaram cegamente em seu modelo) quebraram, enquanto nós não só sobrevivemos como conseguimos rentabilidade bem superior ao custo de capital.



o mercado apresenta historicamente períodos de comportamento atípico. Eles podem até ser descartados nos modelos teóricos como “pontos fora da curva”, mas administrar o portfólio sem levar em conta sua ameaça introduz risco de quebra. A interconexão global e a instantaneidade dos meios de comunicação tendem a acelerar a formação de bolhas e a estimular histerias com frequência e amplitude inéditas. O que se viu ao longo da última década foi uma sucessão de crises maior do que em quaisquer períodos da História. Foram quase sempre desencadeadas ou amplificadas por quebras de instituições que seguiam cegamente seus modelos e foram surpreendidas por “anomalias” ou “descontinuidades” sem precedentes.

É importante deixar claro que não se considera inútil a análise de dados passados, assim como o emprego de ferramentas estatísticas ou mesmo o modelo de CAPM. São todos de grande relevância, mas não são únicos ou suficientes. Devem ser encarados como parâmetros A MAIS a serem usados no processo de administração – com as devidas ressalvas.

A conclusão é que o modelo induz seus usuários a decisões erradas, e, por paradoxal que seja, contribui para ELEVAR o risco nas decisões de investimento, quando assumem posições maiores que as recomendadas por ignorarem os chamados “pontos fora da curva”...

### O ponto de vista da Investidor Profissional

A questão de risco é tão complexa que, mesmo a *posteriori*, é impossível dimensionar o risco a que se “esteve” exposto. Alguém se sente capaz de quantificar a probabilidade de os alemães terem ganho a Segunda Grande Guerra? Ou de a Apollo 11 não ter chegado à Lua? Ou de o Nasdaq ter atingido 10.000 pontos? Ou de o Brasil ter perdido a Copa de 2002?

**Disponer de um modelo infalível pode ser altamente desejável - não significa que seja viável.**

Para complicar ainda mais, a tendência humana de enfatizar o curto prazo leva frequentemente a confundir ruídos com sinais. Isso fica claro nas incontáveis montagens de carteira, mesmo naquelas com objetivos de longo prazo. Gestores acabam deixando-se levar pelo “imediate”. Oscilações de curto prazo os impelem a desvios de rota bruscos, motivados por notícias

quase sempre irrelevantes ou já refletidas nos preços. O curto prazo é o grande aliado do risco. Ao imaginar que contribui para minimizá-lo, o gestor o amplia em detrimento dos cotistas.

A Investidor Profissional acredita que é impossível mensurar risco. Entenda-se por risco a definição de números confiáveis. Todo modelo depende da capacidade de prever cenários futuros e quantificar as probabilidades de cada um. Os gestores da Investidor Profissional preferem apoiar-se no conceito tão bem expresso por Sua Santidade Warren Buffett, *the only*: “**Melhor estar aproximadamente certo do que precisamente errado.**”

A gestão da IP assume três premissas mais razoáveis:

1. É impossível prever o futuro de forma quantitativa.
2. Não existe alternativa sem risco.
3. Não se pode confiar em emoções ou instintos.

Como decorrência destes pressupostos, a solução é adotar quatro critérios:

1. Busca da maior compreensão possível das características básicas de cada alternativa de investimento. É algo que só se consegue por meio de análise racional, baseada em dados passados, ferramentas estatísticas, questões estratégicas e fator “humano”, com especial ênfase nos aspectos emocionais e motivacionais e amplo uso do conceito de seleção qualitativa (ativo “A” é melhor do que ativo “B”).
2. Preferência por situações em que se possa interferir nos resultados de modo a reduzir sua imprevisibilidade, ou onde pelo menos outros *players* não disponham de vantagens maiores do que as nossas neste sentido.
3. Adoção de diversos artifícios com o objetivo de aumentar o “desprendimento” emocional, como forma de reduzir a exposição a excitações emocionais - opiniões de terceiros, por exemplo, com destaque para a mídia. É o caso de seguir o exemplo do Ulisses de Homero. Ao atravessar um trecho de mar que a todos tragava com o “canto das sereias”, apelo irresistível ao prazer imediato de conseqüências fatais (as opiniões dos analistas de plantão), entupiu os ouvidos de cera e mandou que o acorrentassem com firmeza ao mastro (nossa filosofia de investimento). Só assim foi capaz de completar a travessia, façanha inédita.
4. A Investidor Profissional costuma cercar-se de todos os cuidados para evitar as armadilhas da imprevisibilidade. Entre outras coisas, assume-se a impossibilidade de prever o futu-

## • Introdução

ro com acuidade, assim como a necessidade de reduzir a exposição aos estímulos ruidosos da mídia, de colegas e clientes. E o que é mais importante: a despeito de todas as precauções, sempre se considera a possibilidade do erro.

Por isso, a Investidor Profissional confere ênfase permanente e especial à necessidade de compatibilizar o risco de cada alternativa de investimento com os resultados possíveis, **mesmo que inéditos**. As posições assumidas pelos gestores são dimensionadas também para situações críticas, a fim de que o dano potencial não comprometa faculdades mentais ou estabilidade financeira. Sem margem de segurança compatível com todas essas limitações, a Investidor Profissional não participa do jogo.

A construção de um Fórmula 1 é precedida do desenho numa prancheta. Quando o projetista conclui seu trabalho, um protótipo é levado para um túnel de vento, onde se submete a todo tipo de simulação. Quando tudo está OK, o carro passa por um crash test. A aprovação no crash test é a condição necessária e essencial para que seja liberado para tomar parte de uma competição.

A análise de risco é o crash test da Investidor Profissional. A escuderia não autoriza seus carros e pilotos a entrarem na pista enquanto não tiver feito o máximo para graduar os riscos a que estarão submetidos.

Um antigo relatório do IP-Participações revela a preocupação prioritária com a preservação do capital, em detrimento da ânsia de ganhar mais e mais. “Para chegar em primeiro, primeiro é preciso chegar”, é a frase que se repete e que recentemente recebeu validação objetiva<sup>8</sup>. No caso do IP.com, a filosofia

permitiu chegar até aqui enquanto a maioria desapareceu. Analogamente, o extraordinário resultado obtido pelo IP Global, desde seu lançamento em 2001, está calcado fundamentalmente no conservadorismo disciplinado. Foi o que levou a Investidor Profissional a estudar muitas empresas e a investir em poucas em função dos preços ainda elevados.

Os gestores da Investidor Profissional vêem riscos em **todas**<sup>9</sup> as alternativas, e uma parcela relevante dos resultados da empresa é atribuível a perdas evitadas. Ou seja: são levados muito a sério conceitos de *staying power* e margem de segurança, conforme enfatizado nos relatórios da empresa.

## Conclusão

A maioria das pessoas está mais preocupada do que nunca com riscos - tanto de integridade física quanto em suas aplicações financeiras, onde desconhecimento generalizado leva a decisões freqüentemente equivocadas. As deficiências incluem conceitos matemáticos, falta de dados objetivos, uso de premissas inadequadas e aceitação de discursos “bem vestidos” de pessoas que compartilham as mesmas deficiências ou as exploram inescrupulosamente.

Acredita-se que a tarefa de gestão de risco é como a de um bom clínico. Estudam-se casos passados, usam-se exames modernos e tecnologicamente avançados, ouvem-se especialistas e participa-se de conferências e congressos. **No final, experiência, bom senso e disciplina fazem a diferença.** Antes de mais nada, há que buscar os fundamentos, ter consciência e levar em consideração limitações pessoais, até de sempre lembrar que, **para chegar em primeiro, primeiro é preciso chegar.**

(8) Recente estudo da Fundação Getúlio Vargas apontou o IP-Participações como fundo de ações mais rentável do Brasil, desde que sua gestão passou a ser feita pela Investidor Profissional.

(9) Quem acha que títulos do Tesouro americano são um “porto seguro” tem o que aprender com a análise de preços dos bonds de 30 anos. Com a alta de taxas de juros, entre junho de 80 e outubro de 81, por exemplo, o preço de mercado de um Treasury de 30 anos, com 6% de cupom, teve queda de 39%. Se o infeliz investidor tivesse um “zero coupon”, a queda seria de 75%.

# IP Participações

A variação no valor de mercado das posições do **IP-Participações** no 1º trimestre de 2003 foi de -3,9% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de Fevereiro de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 387,55% em dólares, rentabilidade média de 17,19% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 5,53% ao ano em dólares e o CDI, 13,39% ao ano em dólares.

Conforme comentado no último relatório de gestão, estudo recente da Fundação Getúlio Vargas atesta que o **IP-Participações** foi o fundo de ações mais rentável do país desde seu lançamento, em 26 de fevereiro de 1993, até 28 de fevereiro de 2003. O fundo acumulou valorização de 347% em dólares no período.

O objetivo deste relatório é oferecer breve retrospectiva destes 10 anos, a partir da seleção de trechos de relatórios passados. Graças a eles é possível reforçar os pontos de vista que desenharam a filosofia de investimento do **IP-Participações**. A mesma filosofia que tem garantido performances excepcionais de longo prazo ao Fundo.

## Setembro de 1994 – Foco em small caps

“Na contínua busca por possibilidades de grandes ganhos com baixo risco, que nos leva a procurar empresas de qualidade com boas perspectivas a **preços atrativos**, estamos avançando em direção a papéis de baixa liquidez, de empresas menores, normalmente ignorados pelo mercado.”

## RG de Janeiro de 1995 – Modus operandi

“O fato de a queda sofrida no mês ter sido bem menor do que a do mercado – além do nosso ganho desde outubro contra a grande queda deste – significa que não estamos atentos (ou seria melhor dizer distraídos?) aos mesmos temas

que dominam a atenção do mercado no dia-a-dia, e sim à qualidade das empresas em que investimos. Não pagamos prêmios por liquidez, expectativas, boatos ou intenções. Temos **ativos** nas mãos, empresas que estão produzindo e vendendo bem, têm uma administração eficiente, e não “papéis” que não guardam nenhuma relação com as empresas que os emitem (pelo menos no curto prazo).

Uma imagem que ilustra bem nossa situação é a seguinte: suponhamos que gerimos uma *holding company* ágil, que administra suas participações em empresas de qualidade, segundo os preços de compra e venda, altamente voláteis, que lhes são dados continuamente por um de seus maiores sócios (o mercado), o qual sofre de psicose maníaco-depressiva.”

## RG de Fevereiro de 1995 – Empresas-alvo

“Os esforços de análise e visita a empresas continuam com grande intensidade. Embora de uma maneira geral as empresas estejam baratas, nosso objetivo continua a ser o de buscar empresas que:

1. Permitam uma compreensão perfeita de suas atividades.
2. Tenham perspectivas de longo prazo acima da média.
3. Sejam administradas por pessoas honestas e competentes.
4. Estejam sendo oferecidas no mercado a preços atraentes.”

## RG de Março de 1995 – Racionalidade dos nossos cotistas em plena crise mexicana

“... temos muitos motivos para agradecer a confiança de nossos investidores, que, num cenário como o do mês de março, quando muitos “profissionais de mercado” entraram em pânico,

## • Fundo IP-Participações

não só mantiveram, como aumentaram suas aplicações no Fundo. Não podemos deixar de ficar lisonjeados com uma confiança que, além de ficar comprovada da forma mais objetiva e concreta, vem da parte de pessoas com a inteligência de nossos parceiros, que sobrepujaram a emoção com a razão para entrar na baixa.”

### *RG de Julho de 1995*

#### *– A importância dos controladores e administradores para a decisão de investimento*

“Para nós, a competência e o caráter dos controladores e administradores, entendidos em seus sentidos mais amplos, são os parâmetros relevantes na análise de uma alternativa de investimento. Todos os demais tornam-se consequências deles. Esta visão é que nos leva a defender que o fator dominante nas perspectivas de um investimento é a empresa, e não o setor em que a mesma atua. Em termos técnicos, seguimos a abordagem “*bottom-up*” em detrimento da “*top-down*”. Obviamente, a situação ideal é aquela em que controladores e a administração de qualidade atuam num setor favorável.”

### *RG de Novembro de 1995*

#### *– Crítica às mudanças na Lei das S/A.*

“Contrariando nossa previsão de que os direitos dos acionistas minoritários tendem a ser cada vez mais observados, o Governo, com a desenvoltura de um pato num pires molhado, produziu Medida Provisória que introduz, de forma arbitrária e abrupta, mudanças na Lei das S/A.

Independentemente do mérito das questões, é inaceitável a miopia do governo em relação à Lei das S/A. É absurdo que a regulação do investimento de risco com perfil de longo prazo seja modificada de forma arbitrária, literalmente da noite para o dia.

Por outro lado, é importante reconhecer que há batalhas e batalhas. Neste caso, aparentemente o ato jurídico é perfeito, o problema está na forma como as mudanças foram feitas. É por estas e outras que exigimos um prêmio muito grande para entrar em negócios onde as desculpas para uma intervenção governamental são mais fáceis.

Artigo 238 da Lei das S/A - Acionista Controlador:

A pessoa jurídica que controla a companhia mista (nota: com participação estatal) tem os

deveres e responsabilidades do acionista controlador (Arts. 116 e 117), *mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação* (nosso grifo). Quem quiser apostar nas “brás”, que depois não diga que foi enganado.”

### *RG de Dezembro de 1995*

#### *– Preço vs Valor*

“Na maioria dos casos, quando as expectativas são claras e homogêneas para a maioria, os preços já embutem os benefícios esperados.

A relação preço/valor das ações é a variável chave. De nada vale o melhor cenário possível se os preços já refletem as possibilidades positivas. Não adianta investir neste caso.

Foi justamente por não termos encontrado alternativas atraentes à época que mantivemos um alto percentual dos recursos do fundo em renda-fixa (referência ao baixo percentual comprado atingido no final de 1994: 70% da carteira). Este *modus operandi*, adotado em outras ocasiões, constituiu o fato decisivo para os resultados favoráveis que apresentamos em relação aos índices.”

### *RG de Janeiro de 1996*

#### *– Concentração da carteira*

“Ouvimos comentários de que temos “dado sorte” em nossos investimentos, pois as “apostas arriscadas que fizemos em algumas poucas empresas” têm dado certo.

Quanto ao fato de assumirmos posições em poucas empresas, não há o que rebater. Por outro lado, nada mais falso do que insinuar que temos dado “sorte” em “apostas arriscadas”. Uma das grandes vantagens da concentração da carteira é justamente permitir a concentração de esforços na seleção e acompanhamento dos investimentos, buscando limitar ao máximo a interferência do acaso.

Qual a vantagem de uma miríade de pequenos investimentos? Nenhuma. Mesmo que algumas empresas fossem muito bem, as demais seriam um “peso morto na carteira”, o que levaria a uma performance média, próxima à dos índices do mercado. Uma carteira diversificada é solução paliativa para os que não distinguem empresas excepcionais das demais.

A opinião da Investidor Profissional sobre administrar carteira com participações pulveriza-

das, onde empresas excelentes são misturadas a empresas médias apenas para que se obtenha maior diversificação, é algo próxima do que afirma Charles Munger: *“If something is not worth doing at all, it’s not worth doing well.”*”

### *RG de Janeiro de 1996 - Independência do gestor*

“Uma das vantagens de se manter independente de qualquer instituição financeira é que sempre se pode discutir e trocar idéias com as empresas das quais somos acionistas, assim como auxiliá-las no relacionamento com “tubarões” de algumas instituições financeiras impelidas pela filosofia de “estuprar e correr”.

É nossa intenção, sempre que tenhamos algo a agregar, empenhar esforços na defesa dos interesses destas empresas, o que, em última análise, significa defender nossos interesses enquanto acionistas. Procuraremos nos manter como investidores pró-ativos, comprometidos com o longo prazo.”

### *RG de Janeiro de 1996 - Remuneração dos administradores*

“A forma na qual acreditamos passa pelo financiamento, por parte da empresa, da aquisição levemente subsidiada (via preço ou taxa de juros) de ações de sua emissão por seus executivos. Para evitar que se torne uma operação de arbitragem ou de remuneração disfarçada, parcela significativa da posição deve “manter-se”, obrigatoriamente, enquanto o executivo trabalhar para a companhia. Além disso, é importante que eventuais ganhos da operação sejam gradativamente apropriados pelo executivo. Assim, se ele sair da companhia em menos de um ano, nada receberá em caso de valorização das ações. O sistema deve evoluir até que, num prazo de 5 anos, o executivo tenha direito à totalidade dos ganhos oriundos da eventual valorização, inclusive em relação aos subsídios.

O preço que o mercado está disposto a pagar pela ação de uma companhia é o melhor indicador da qualidade do trabalho prestado pelo administrador aos acionistas.”

### *RG de Abril de 1996 - Conservadorismo*

“O percentual comprado em ações do Fundo subiu dos 60% com que iniciamos o mês para algo próximo a 70%. Aos que questionam nosso

conservadorismo lembramos, mais uma vez, que ao fazer qualquer investimento, antes de pensar em quanto podemos ganhar, pensamos em quanto podemos perder. Como disse Benjamin Franklin, “se quiseres saber o valor do dinheiro, tente conseguir algum emprestado”.”

### *RG de Outubro de 1996 - Retenção de caixa e destruição de valor nas empresas*

“Como a possibilidade de aplicação de recursos ao custo de oportunidade é praticamente igual, tanto para a empresa como para seu acionista, e como a tributação do rendimento da empresa é bem maior que o da pessoa física (adicional de IR, Contribuição Social, PIS, Cofins), a manutenção de caixa além das necessidades destrói valor.

Se não houver a difusão de forma clara dentro da empresa da informação de que capital imobilizado ou sub-utilizado tem um custo, e a adoção de um mecanismo que permita aferir este custo e premiar os ganhos de eficiência, a tendência natural é que a eficiência na utilização de ativos seja baixa.”

### *RG de Novembro de 1996 - Saraiva*

“Warren Buffett já disse que um negócio com características excepcionais e uma administração medíocre costuma ser melhor que um negócio medíocre com uma administração excepcional. E que, quando se encontra um negócio excepcional com administração idem, deve-se aproveitar ao máximo a oportunidade. Este último nos parece ser o caso de Saraiva. Quanto mais conhecemos o negócio da empresa, mais gostamos dele. E mais entendemos que, se é tão bom hoje, o é por mérito daqueles que o construíram ao longo do tempo. É hoje a posição sobre a qual temos as maiores expectativas.”

### *RG de Novembro de 1996 - Política e macroeconomia*

“Muita atenção tem sido dada às questões macro-econômicas e políticas. FHC vai conseguir que o Congresso aprove a reeleição? Como vai ficar a balança comercial? O Governo vai frear a economia? Sinceramente, não é nossa preocupação. Concordamos 100% com Warren Buffett: para investidores de longo prazo em ações, política e economia são um passatempo.

## • Fundo IP-Participações

O fator determinante de sucesso, neste caso, é a qualidade das empresas em que se investe. Quanto a isso, em função do que vimos acima, temos bastante confiança de que estamos com um conjunto bem acima da média.”

### *RG de Junho de 1997 - Consistência*

---

“Não temos a menor pretensão de nos constituir na alternativa mais rentável a todo momento. Esta é, a nosso ver, uma receita de fracasso líquida e certa. Nossa meta é ter rentabilidade consistentemente boa para investimentos de longo prazo”

“Não nos sentimos confortáveis apostando em eventos políticos, tipicamente imprevisíveis, *turn-arounds* ou modismos sem fundamentos”

### *RG de Agosto de 1997 - Negócios de qualidade*

---

“Consideramos um negócio de qualidade aquele que apresenta vantagens competitivas sustentáveis ao longo do tempo, intrínsecas da atividade e do posicionamento da empresa.

Quando uma empresa que possui um bom negócio apresenta retorno extraordinário (acima do custo de oportunidade), a existência de vantagens competitivas sustentáveis desestimula o fluxo de capitais para a sua atividade. A companhia consegue, portanto, manter uma rentabilidade consistentemente superior ao custo de oportunidade.

O segundo aspecto fundamental característico de um bom negócio é a segurança. Bons negócios têm uma proteção permanente contra males inevitáveis na história de uma companhia, como má administração em determinado momento e baixo nível de atividade econômica.”

### *RG de Dezembro de 1997 - Investidores de longo prazo*

---

“O processo de investimento é, por definição, de longo prazo. Tendemos a ser investidores durante várias décadas de nossas vidas. A grande vantagem competitiva está em ter disciplina, pois nosso instinto é o de buscar a melhor alternativa a cada momento. O segredo está em compreender que este é um objetivo impossível por dois motivos. Em primeiro lugar, porque somos todos incapazes de prever a melhor alternativa para os próximos momentos: ações ou renda fixa? Renda

fixa pré ou pós fixada? Se pós, indexada ao dólar ou ao IGPM? Podemos incorporar uma dimensão geográfica à divagação: investir no Brasil, na Ásia, nos EUA...? Por quanto tempo? E qual a próxima alternativa? Responder corretamente a todas as questões acima (e muitas outras) é obviamente impossível. E com um efeito colateral altamente indesejável: um erro tende a destruir o resultado de mais de um acerto. Isso nos leva ao segundo motivo pelo qual esta rota é inviável: os custos transacionais. A cada movimentação, geralmente incorre-se em três perdas: impostos, corretagens e a diferença entre os preços de compra e venda no mercado. Assim, estratégias bem-sucedidas (a melhor é impossível, mas existem infinitas boas) tendem a ser as que baseiam-se em fundamentos racionais que permitem confiar na capacidade de levar a bons resultados no longo prazo, com baixo giro de posições que habitualmente se aproveitam da volatilidade gerada pelos que inconformadamente buscam o Santo Graal descrito acima.

Resta responder: se este raciocínio é tão lógico, por que todos não o adotam? A resposta está na comparação com o jogo. Muitos dos que jogam sabem que suas chances de ganhar consistentemente são mínimas (a maioria não pensa mais profundamente a respeito), mas a ilusão criada pelos promotores e a divulgação (amplificada) das raras histórias de sucesso, além da possibilidade de gratificação instantânea, levam milhões a tentar, enriquecendo a banca. A imagem glamourosa do operador do mercado de capitais, no melhor estilo *yuppie* (fumando charuto, com carros importados e belas mulheres...), é peça importante do sistema. De nossa parte, estamos sempre procurando ser a banca. Certamente haverá dias melhores e dias piores. Ao longo do tempo, porém, mudam os jogadores mas a banca enriquece.”

### *RG de Janeiro de 1998 - Reflexões sobre o mercado em 97 e seus efeitos para a filosofia do Fundo*

---

“Ao relermos nosso relatório de junho/97, vemos que acreditávamos que o mercado estava exageradamente otimista. Após as desvalorizações de julho e agosto, passamos a encontrar boas oportunidades e fomos às compras. Em retrospecto, a melhor decisão teria sido esperar para comprar tudo agora, mas achamos que poucas pessoas no mundo teriam capacidade de an-

tecipar este cenário. Nunca podemos esquecer que aguardar implica o risco de perder oportunidades que já eram (e continuam) atraentes num horizonte de longo prazo.

Observamos hoje que o mercado, preocupado com a instabilidade do cenário, vem se mostrando disposto a pagar preços elevados por liquidez. Desta forma, ativos menos líquidos, como a maior parte das ações de nossa carteira, são preteridos quase que independentemente da relação *preço x valor*. Essa é uma das principais explicações para a maior queda no preço das ações de empresas privadas quando comparadas com estatais.

Sempre discutimos e reavaliamos nossas estratégias e decisões de investimento. É uma prática saudável em qualquer tempo, e permite racionalizar o aprendizado com erros e acertos. Num momento em que os resultados parecem ruins, é natural que esta discussão ganhe maior intensidade.

Alguns dos nossos erros de avaliação que tiveram impacto na valorização da carteira nos últimos anos foram Tec-Toy, Nitrocarbono e Lojas Americanas. Em certos casos, erramos na avaliação da qualidade dos negócios. Noutros, na avaliação de gestores e/ou controladores. Como na maior parte das áreas de atividade, também em gestão de recursos aprende-se muito mais com erros do que com acertos. No entanto, voltamos a destacar que a performance do Fundo nos últimos meses não está sendo impactada de forma relevante por nenhuma destas situações.

O fato de termos enfrentado situações semelhantes em outras “crises” (crise cambial brasileira “pós-México”, Lula na frente no início de 94, *impeachment* do Collor, Plano Collor etc.) faz aumentar nossa auto-confiança. A experiência mostra que, nestas situações, manter a filosofia e continuar tomando decisões de investimento com base nos valores e qualidade das empresas é o melhor caminho para retornos elevados com menor risco.

Potenciais “atalhos”, que poderiam aumentar o risco da carteira ou desvios em relação à nossa filosofia de gestão, estão absolutamente descartados. Respeitamos muitas filosofias de investimento e acreditamos que outros fundos podem atingir boas performances até mesmo sem uma filosofia. Mas o que observamos na história é que, quando os horizontes de tempo se estendem, gestores mais bem-sucedidos são os que seguem com disciplina uma filosofia racional.

Voltamos a frisar que continuaremos a gerir o Fundo dentro das regras básicas de racionalidade que sempre respeitamos: empresas de qualidade a valores significativamente abaixo do seu valor justo.”

### *RG de Abril de 1998 - Sobre a importância da “qualidade do controlador”*

“Não constitui novidade para nossos cotistas a importância que conferimos ao fator “qualidade do controlador” na seleção de nossos investimentos. Além de sua “integridade”, sejam pessoas físicas ou jurídicas, procuramos entender quais **as motivações** dos envolvidos com o controle de cada empresa. Nesse sentido, algumas das perguntas para as quais buscamos respostas são:

- Qual a relevância do negócio em análise para seus controladores, sob os pontos de vista econômico, financeiro e estratégico?
- Há potenciais conflitos de interesse com outros negócios em que atuam?
- Por que a empresa é de capital aberto?
- Que motivos teriam para buscar a valorização no mercado?
- A situação de controle é estável? Ou seja...
- O controlador preenche as características necessárias a obter sucesso em seu setor?
- Tem a competência e a ambição de fazer com que a empresa aumente de valor?
- Dadas as necessidades de capitalização, terá condições de manter o controle?
- No caso de empresas familiares, quais as motivações da geração atual? E os herdeiros?
- Qual a probabilidade de que “o controle” seja vendido a outro “grupo”? É possível antecipar que tipo de “novo controlador” está por vir?

Em algumas ocasiões, o “problema” é circunstancial e nossa atuação pode provocar uma mudança de postura. Estas situações costumam proporcionar excelentes retornos sobre os investimentos. Infelizmente, isso é raro. O mais freqüente é uma perspectiva muito pequena de mudança favorável de cenário e riscos muito grandes.”

### *RG de Outubro de 1998 - Modelos de avaliação de empresas*

“Qualquer analista com boa formação pode montar um modelo de ‘valuation’ para descontar o fluxo de caixa de uma empresa de telecomuni-

## • Fundo IP-Participações

cações. Ocorre que qualquer modelo é sempre tão bom quanto os dados que recebe. Se não existe segurança com relação a esses dados, o resultado do modelo não quer dizer nada.”

### *RG de Janeiro de 1999 – Desfecho do “caso Lojas Renner”*

---

“.....o valor pelo qual vendemos nossas ações de Lojas Renner foi superior em cerca de 60% ao da oferta inicial feita aos minoritários, pouco mais de um mês antes. Este prêmio é o reflexo direto da nossa atuação como *investidores profissionais*. Tínhamos um lote relevante e conhecíamos os outros acionistas que poderiam se alinhar conosco, o que reforçou nossa posição. Conhecemos a legislação e nossos direitos como acionistas. O tamanho de nosso investimento justificava a alocação de tempo e esforço para buscar uma saída diferenciada.

Como se vê, mesmo abrindo mão de boa parte da valorização, decidimos virar a página de um investimento que constituiu nossa principal posição ao longo dos últimos quatro anos. Foi uma atitude pragmática com a qual nos sentimos plenamente confortáveis. Além de auferir excelente resultado, aprendemos muito com o caso Renner. Estaremos ainda mais preparados para atuar na defesa dos interesses de nossos clientes e para nos “hedgear” em algumas posições. Também continuaremos acompanhando e apoiando a CVM no seu esforço para evitar que casos semelhantes encontrem os minoritários novamente desprotegidos.”

### *RG de Fevereiro de 1999 - Lições do caso Renner*

---

“...em suma, assim como no caso Renner, alguns aspectos mais uma vez se mostraram verdadeiros no que tange a investimentos como acionistas minoritários no Brasil.

Em primeiro lugar, há grande diferença, dado o ambiente regulatório atual, entre o poder de barganha de pequenos e grandes acionistas minoritários. No papel de *investidores profissionais*, temos não só escala para concentrar esforços na solução dos inevitáveis problemas que aparecem no caminho dos minoritários, como também adquirimos experiência crescente a cada caso em que nos envolvemos. Já tivemos experiências positivas nos casos de CST, Petroflex (onde atuamos de forma preventiva), Renner, Varga e outros, assim como vimos tendo expe-

riências que ainda não geraram os resultados que buscamos. O que importa é que, a cada novo caso, evoluímos no conhecimento da legislação e dos nossos direitos, na “arte” de negociação junto aos controladores e em como devemos agir para construir uma posição mais confortável na defesa de nossos direitos antes de sentar à mesa de negociação.

Em segundo lugar, a solução deste caso evidencia um fato muito importante para o Fundo: a comprovação da eficácia de sua filosofia. Apesar das imperfeições do ambiente regulatório e do histórico de desrespeito aos acionistas minoritários, fechamos o ciclo de nosso investimento com resultados positivos para o Fundo (aproximadamente 100% de ganho nominal em relação ao custo médio de aquisição, mais dividendos recebidos).

Isso reforça a convicção de que nossa filosofia de investimento é, de fato, geradora de valor ao longo do tempo e constitui uma das formas mais seguras e consistentes de investir como acionista minoritário. Não nos acomodamos com as imperfeições da Lei e defendemos os nossos direitos de modo a garantir uma rentabilidade acima da média para nossos clientes. Em paralelo, buscamos dar nossa colaboração sempre que possível no sentido de criar um ambiente regulatório mais justo para o mercado de ações brasileiro.”

### *RG de Maio de 1999 – Venda de Elevadores Atlas*

---

“Além de vendermos as ações que garantem maioria no capital votante, a oferta trazia uma proposta justa para todos os acionistas minoritários. Esta era uma condição que julgávamos fundamental para a realização de qualquer operação.

O preço que obtivemos foi de R\$ 30,30, 60% acima da cotação máxima histórica jamais registrada pela ação. Comparando este valor com nosso preço médio de aquisição do lote, de R\$ 2,96, temos um retorno da ordem de 900% num período de 4 anos, o que representa uma taxa anual de 80%.

Como se vê, estamos diante de uma história de sucesso para o nosso fundo. Além disso, conforme discutido acima, a venda da companhia para um investidor estratégico possibilitou a realização de nosso investimento por um preço superior ao valor justo de suas operações isola-



das. Caso esta alternativa não fosse buscada, dificilmente as ações seriam negociadas a patamares superiores a R\$ 25,00. A título ilustrativo, levantamos o valor justo estabelecido para Atlas por alguns dos principais bancos do país antes do anúncio da operação: a maior cotação encontrada foi de R\$ 22,50. Isto confirma mais uma vez que a operação gerou valor significativo para todos os acionistas de Elevadores Atlas.

*A questão dos minoritários:  
dessa vez a história foi diferente.....*

Um ponto relevante e fundamental para a aceitação da proposta da Schindler foi o compromisso com uma solução atraente para os acionistas minoritários. A venda de nossas ações foi condicionada a uma oferta de compra de 100% das ações em circulação por R\$ 26,50, preço superior ao valor justo estabelecido pelos principais bancos e corretoras do país, e a um prêmio de 30% sobre o patamar de negociação da ação antes da operação. Vale lembrar que este é o pico histórico de preço da ação, o que significa que qualquer acionista que tenha comprado ações de Atlas em qualquer época (e carregado até o presente) pôde desfrutar rentabilidade nominal positiva.

E, ao considerar a diferença entre os preços das ações que garantem maioria no capital votante e o das ações dos minoritários, observa-se uma operação sem precedentes no mercado brasileiro. A diferença entre R\$ 30,30 e R\$ 26,50 equivale a um prêmio de controle inferior a 15%. Se comparamos com o verificado na história do mercado brasileiro e até mesmo com o mercado americano, comprovamos que a operação foi um exemplo a ser seguido pelas companhias brasileiras de capital aberto.”

### *RG de Julho de 1999 – Pareceres de auditorias*

“Nosso trabalho de *investidores profissionais* depende da lisura e da precisão das informações prestadas pelas empresas. Quando todos os pareceres de auditoria deixarem de ser peças de ficção, nós e o resto do mercado estaremos dispostos a pagar preços mais elevados pelas ações de nossas empresas.”

### *RG de Fevereiro de 2000 – Tag-Along de Saraiva*

“Em fevereiro o mercado recebeu uma notícia que, a nosso ver, pode ser um grande divisor de águas no mercado local: a primeira em-

presa brasileira de capital aberto a estabelecer no seu estatuto uma proteção aos minoritários contra o risco da troca de controle. Essa empresa foi a Saraiva.

A concessão do direito de tag-along a todos os acionistas por parte da Saraiva revela que a simples inexistência de direitos estabelecidos em Lei não constitui empecilho para que uma companhia tenha em suas ações (preferenciais ou ordinárias) um ativo de alta qualidade e EFETIVAMENTE REPRESENTATIVO de um percentual do seu negócio. Para isso basta iniciativa.”

### *RG de Setembro de 2000 – Margem de segurança*

“A margem de segurança é um fator fundamental em nossas decisões de investimento. Por mais otimistas que sejamos em relação ao futuro de determinada empresa, colocamos um forte peso em seu valor intrínseco atual, na qualidade de sua administração e na sua capacidade de manter (ou expandir) sua rentabilidade. Especificamente em relação ao mercado brasileiro, nos preocupamos também com a expectativa de que esta rentabilidade flua para todos os acionistas, e não apenas para um pequeno grupo, como temos verificado com certa frequência.”

### *RG de Junho de 2001 – Estratégia Buffett e particularidades do mercado brasileiro – o problema do risco societário*

“Dois fatores são fundamentais na estratégia de Buffett: consistência e disciplina.

Sua filosofia de investimentos consiste em encontrar negócios que preencham os seguintes requisitos:

- Histórico consistente de resultados.
- Alta rentabilidade patrimonial, empregando pouco ou nenhum endividamento.
- Administradores de alta qualidade.
- Negócio simples de ser entendido.
- Preço atraente.

São esses princípios básicos, adaptados às idiosincrasias do mercado brasileiro, que procuramos seguir na gestão do **IP-Participações**. Esta necessidade de adaptação se deve basicamente às diferenças de ambiente regulatório e à mentalidade dos participantes do mercado.

Em função disso, a pergunta que acrescentamos à nossa filosofia é: quanto do valor intrínseco e da geração futura de valor das companhi-

## • Fundo IP-Participações

as será apropriado por cada casta: controladores e minoritários?

A principal questão é que, em muitos casos, o valor de uma ação no Brasil é função muito mais da disposição do acionista controlador em tratar de forma equânime seus sócios do que do valor intrínseco das companhias. Parece uma aberração, mas é a realidade. Basta lembrar que muitas empresas brasileiras com bons históricos de resultado são negociadas abaixo de seus valores de caixa líquido. Os investidores são tolos a ponto de não perceber tamanha distorção? Claro que não.

O que os investidores não se sentem é sócios das empresas ao comprar ações indiscriminadamente no mercado. Ao oferecer um produto (ações) de baixa qualidade para o consumidor (investidor), é de se esperar que ele pague pouco pelo produto. A lógica é essa.

É em função dessa particularidade infeliz do mercado brasileiro que o nosso trabalho não se resume “apenas” a encontrar boas empresas, bem administradas, atuando em setores com boas perspectivas e negociadas a preços atraentes. Precisamos estar seguros de que o valor encontrado fluirá de forma equilibrada para todos os acionistas. Essa segurança tem sido alcançada graças a uma aproximação, sem muitos paralelos no mercado brasileiro, com as empresas em que investimos. Isso se dá via presença em conselhos ou mesmo informalmente, buscando minimizar os riscos de nossos investimentos.”

### *RG de Julho de 2001 – Investimento em empresas estatais*

“Tudo isso mostra que o investimento em estatais pode ser bom ou ruim. Mas seu resultado está mais atrelado a vontades políticas do que a uma análise dos fundamentos.

Visão política é um atributo muito diferente e mais arriscado do que visão de investimento. Para acertar em estatais é preciso ter as duas. Durante muito tempo, não admitíamos a hipótese de investir em estatais. Além de não nos propor a antever movimentos políticos, o histórico de privatizações no Brasil era de deixar os minoritários de estatais de cabelo em pé.

Hoje o quadro é outro. O histórico é mais amplo e menos desfavorável aos minoritários, e não descartamos de imediato o investimento numa estatal. Ainda assim, o desconto que exigimos (em relação ao valor intrínseco) é muito

grande. É algo que faz com que essas empresas não respondam por mais de 5% do patrimônio do Fundo.”

### *RG de Setembro de 2001 – Investindo na crise*

“A história nos mostra que quem compra ações nos momentos de crise e descrença faz consistentemente excelente negócio. O importante nesses momentos é abstrair do pensamento único dominante, ser racional e ter disciplina, nunca indo contra a máxima que, apesar de simplista, é a mais importante regra de investimentos desde que o mundo é mundo: “comprar na baixa e vender na alta.”

A visão dominante não nos surpreende. Faz parte do pensamento coletivo comum em momentos como esse. O que gostaríamos de argumentar é que quando se trata de investimentos, temos sempre que questionar muito o pensamento coletivo para não fazer a coisa errada. Mesmo que alguns dos argumentos dos alarmistas de plantão tenham mérito, a conclusão sobre qual a decisão de investimentos a ser tomada é outra história.

Realmente é difícil olhar hoje o mercado brasileiro e listar uma série de pontos animadores. Há, realmente, riscos importantes no horizonte. Entretanto, o que as pessoas devem se lembrar é que essa “falta de perspectivas” já está embutida no preço dos ativos. Ou alguém se julga o único sabedor do ataque terrorista, da crise de energia, da Argentina ou das eleições presidenciais de 2002?

O investidor que toma suas decisões baseado nos noticiários e no pensamento comum é um piloto que dirige um carro em alta velocidade olhando para trás e para os lados.”

### *RG de Outubro de 2001 - Volatilidade*

“A volatilidade é cega. Ela mede o quanto um ativo oscilou ou deverá oscilar, sendo incapaz de revelar a direção da oscilação. Não é a melhor maneira de medir o risco de um investimento. A volatilidade só representa risco de fato para o investidor de curto prazo e o investidor emocional. Para esses, a volatilidade rivaliza com o retorno esperado em termos de importância na decisão de investimento.

A coerência das premissas que norteiam projeções de fluxo de caixa de uma empresa e o

domínio de seus aspectos societários e legais são mecanismos mais eficientes para monitorar o risco do que simplesmente medir quanto suas ações oscilaram no passado.

Para quem mira o longo prazo, o retorno esperado e o risco (medido pela sustentabilidade dos negócios das empresas e suas variáveis societárias e legais) são as variáveis chave. Para o **IP-Participações**, volatilidade é aliada, não ameaça. Quanto mais volátil o mercado de ações, maiores as distorções entre o preço e o valor real dos ativos transacionados. E quanto maiores as distorções, maior a probabilidade de o fundo alcançar retornos excelentes no longo prazo.”

### *RG de Novembro de 2001 – EUA em 1981 e Brasil em 2001*

“Em 1981, o desânimo tomava conta dos investidores americanos. O baixo histórico de retorno do período 1964/81, aliado a uma boa remuneração oferecida pelos títulos do Governo americano, fazia com que poucos estivessem posicionados em ações no início da grande alta.

Até mesmo os fundos de pensão americanos estavam descrentes e, historicamente, pouco investidos em ações. Logo aqueles que deveriam ser os primeiros a não cometer o erro de tomar decisões olhando pelo espelho retrovisor estavam optando por estar pouco investidos em ações pelo fato de nos anos anteriores o retorno desses investimentos ter sido pífio.

Vivemos um momento particular no Brasil, onde até mesmo os que não deveriam jamais desviar a atenção dos fundamentos de longo prazo, como os fundos de pensão, por exemplo, manifestam profunda descrença em relação aos retornos futuros do mercado de ações. Influenciados pela fraca performance da bolsa brasileira nos últimos anos, confortáveis com a gorda remuneração dos títulos públicos brasileiros e pressionados pelas cobranças de curto prazo a que são absurdamente expostos, os fundos de pensão brasileiros, assim como seus congêneres americanos em 1981, têm evitado maior exposição ao mercado de ações. Cometem o erro mais comum dos investidores, o de tomar decisões olhando para trás e não para frente.”

“Pois bem, inquestionáveis avanços se verificaram nos últimos cinco anos, e grande expansão foi observada nos lucros das boas empresas. As perspectivas em relação a três variáveis

críticas para uma boa performance futura da bolsa são muito favoráveis: queda da taxa de juro, aumento da rentabilidade das empresas e melhoria do ambiente regulatório. É bom lembrar que, já em meio a esse cenário evolutivo, ao longo dos últimos cinco anos, o Ibovespa caiu 21% em dólar. Criou-se então uma distorção poucas vezes vista entre preço e valor das ações.”

### *RG de Novembro de 2001 – Sobre Nova Lei das S/A*

“... ainda assim, acreditamos que uma Lei melhor ajuda, mas não resolve a vida do minoritário e muito menos a atual situação do mercado de capitais brasileiro, que pouco desempenha sua função intrínseca de fonte alternativa de recursos para as empresas.

Para corrigir essa distorção, temos maior confiança num processo pró-ativo, em que as companhias sejam estimuladas a adotar melhores práticas de governança a partir de uma exigência natural dos investidores.

De fato, partindo-se de uma conjunção de fatores como crescimento econômico sustentável e escassez de fontes de financiamento de recursos públicos, empresas que não querem perder *market share*, ou que desejam aproveitar a oportunidade de crescimento, terão de procurar fontes alternativas de financiamento. O mercado acionário pode representar esta alternativa, mas num cenário como esse os investidores terão condições de exigir garantias mínimas de retorno de seu capital (excluído o risco do negócio) via redução do risco societário.

Ainda que enfrentando a ausência do cenário ideal descrito, temos atuado proativamente no sentido de procurar assegurar o retorno de nossos investimentos. A expectativa é de que novos e grandes investidores se juntem a esse time, aumentando gradativamente a representatividade de nossos pleitos e as chances de sua real implementação.”

### *RG de Janeiro de 2002 – Caso Enron*

“Em dezembro de 2001, o mundo foi surpreendido pela quebra da Enron, gigante de energia.

A maior qualidade da Enron sempre foi a habilidade com que se autopromovia. Não é de se espantar, visto que seu C.E.O. Jeffrey Skilling e vários outros executivos da empresa são ex-gurus de grandes consultorias. Excelentes em apre-

## • Fundo IP-Participações

sentações para investidores e parceiros, promoveram a empresa ao status de 7ª maior companhia americana e menina dos olhos de Wall Street, mesmo sem nunca terem sido um modelo de geração de valor para seus acionistas.

O retorno sobre o capital investido da companhia manteve-se em torno 6% em 1999 e 2000, muito abaixo do custo de capital da empresa. Não obstante esse histórico de destruição de valor, as ações da empresa explodiram de US\$30 em janeiro de 1999 para US\$90 em agosto de 2000.

**Grandes e tradicionais fundos de investimento e de pensão americanos perderam muito dinheiro com a Enron. A maioria dos gestores está tão preocupada em manter “aderência” a um benchmark (habitualmente o índice representativo da bolsa local, como o Ibovespa ou o IBX), ou a não se distanciar da performance dos concorrentes no curto prazo, que negligencia ponderações importantes em decisões de investimento.**

E assim as decisões vão sendo tomadas sem que as perspectivas de longo prazo do ativo adquirido sejam levadas em consideração. Nada contra essa forma de investir, apenas não concordamos que seja a forma mais eficiente de se maximizar retornos a longo prazo. E consideramos um contra-senso que gestores que miram (como nós) ou que deveriam mirar (como os fundos de pensão) o longo prazo invistam dessa forma ou mesmo sejam cobrados por resultados de curto prazo ou aderência a benchmarks.”

### *RG de Março de 2002* *– Governança corporativa*

“Na nossa visão, governança é muito mais que a relação controlador/minoritário. Como o próprio nome já diz, o conceito abrange a forma de se “governar” a empresa, entendendo e tornando mais eficiente todos os seus processos internos e externos.

O objetivo fundamental na adoção de práticas de governança é o de melhorar a performance da companhia e fazer com que esses ganhos sejam usufruídos por todos os grupos envolvidos.

A IP acredita num modelo de “governança cooperativa”, com foco específico na contribuição que acionistas minoritários podem trazer para melhorar a eficiência de processos da companhia como um todo.

Hoje, após 14 anos de experiência, nos sentimos aptos a afirmar que o modelo de governança focado no conflito entre minoritários e controladores tem pouca chance de criar valor.

Quando estamos atuando junto às empresas investidas, propondo medidas de governança, procuramos concentrar nossos esforços em:

- 1- Auxiliar na geração de valor para a companhia
- 2- Fazer com que essa geração de valor flua para TODOS os acionistas.”

### *RG de Abril de 2002* *– Tag-along de Itaúsa e Banco Itaú*

“O tag-along de Itaúsa, assim como o do Banco Itaú, é um marco histórico para o mercado acionário brasileiro.”

“Quando um grupo desta representatividade propõe a adoção de um dispositivo que alinha interesses entre acionistas, transmite clara mensagem ao mercado sobre qual a importância da correta precificação de suas ações e do pleno acesso ao mercado acionário como fonte alternativa de financiamento.”

“De todo modo, é preciso mencionar que, nesse mercado, acionista pró-ativo não faz milagre. O círculo vicioso é substituído pelo virtuoso quando empresários têm motivos para se interessar pelo preço de suas ações. Ou quando investidores exigem níveis mínimos de proteção societária e transparência. Ultrapar e Saraiva entenderam e incorporaram esses conceitos.

Mecanismos de alinhamento de interesses e maior transparência **liberam** valor, pois com maior certeza de que todos usufruirão lucros ou retornos, acionistas minoritários reduzem ou eliminam o desconto atribuído ao risco societário. Com isso, o **preço** da ação tende a convergir para o **valor** da ação.”

### *RG de Maio de 2002 - Timing*

“A beleza do investimento em ações está na possibilidade de aproveitamento da irracionalidade da contraparte “mercado”, que nos momentos de crise tende a colocar todas as empresas, as boas e as ruins, no mesmo saco, criando grandes oportunidades para os investidores que não se deixam levar pelas emoções.

A grande maioria das pessoas concentram seus esforços em tentar antecipar movimentos do mercado. No entanto, em longos períodos de tempo, a seleção eficiente de ativos tem influên-

cia incomparavelmente maior nos resultados dos investimentos do que o timing.

A Investidor Profissional se concentrará sempre na seleção eficiente de ativos ao invés de tentar antecipar movimentos de mercado. E fará isso não apenas por ser a alternativa onde a possibilidade de sucesso é maior, mas também por apresentar potencial de retornos muito superiores aos que podem ser obtidos com a estratégia de timing.”

### *RG de Agosto de 2002 – Formação de preços x formação de valor*

“Formação de preços no curto prazo é um processo que obedece a parâmetros imprevisíveis, que variam de tempos em tempos.

No longo prazo, o que prevalece é a formação de valor, que nada mais é do que a capacidade da empresa de gerar ou destruir a riqueza aportada por seus acionistas.

A história revela que, de tempos em tempos, essas duas variáveis, preço e valor, se cruzam. Exige-se racionalidade do investidor para entender o processo. É preciso focar a evolução do valor dos ativos e ter paciência para esperar a convergência dos preços para os valores justos.”

### *RG de Outubro de 2002 – Prêmio Nobel de economia de 2002*

“Os vencedores do Prêmio Nobel de 2002, Daniel Kahneman<sup>10</sup> e Vernon L. Smith<sup>11</sup>, inovaram em dois campos que têm revolucionado a teoria econômica nos últimos anos: a Psicologia Cognitiva, que estuda os processos de tomada de decisão dos seres humanos, e a Economia Experimental, que testa os modelos econômicos em laboratórios.

**Daniel Kahneman e outros psicólogos realizaram extensa coleta de dados e experiências práticas<sup>12</sup> a fim de provar que o ser**

**humano, na prática, muitas vezes toma decisões que não estão de acordo com a lei das probabilidades, como reza a teoria econômica tradicional. Demonstraram que, em situações de grande incerteza, o julgamento das pessoas tende a ser influenciado muito mais por fatores intrínsecos às suas personalidades, como medos, esperanças, complexos e vaidades, do que pela lei das probabilidades.”**

### *RG de Novembro de 2002 – Warren Buffett e a força das exponenciais*

“O entendimento da força das exponenciais é condição básica para a eficiente alocação de poupança de longo prazo. Tendo plena consciência dessa força, atinge-se com maior facilidade os níveis de disciplina e paciência que diferenciam o investidor medíocre do investidor bem-sucedido.

Como investidor de longo prazo, Warren Buffett é um caso de sucesso absoluto. Seus investimentos realizados desde 1965 tiveram uma rentabilidade média anual de 24%. Uma rentabilidade de 24% ao ano não parece grande coisa em função da dificuldade de se perceber a incrível força das exponenciais. O fato é que quem investiu US\$ 10 mil com Buffett há 36 anos, hoje contabiliza US\$ 25 milhões em seu patrimônio.

Ao longo dos seus quase 15 anos de história, a Investidor Profissional construiu sua filosofia de investimentos a partir de ponto de vista diferenciado sobre o mercado de ações. O fiel cumprimento desta filosofia, nos 10 anos de existência do **IP-Participações**, é responsável pela rentabilidade elevada que o Fundo apresenta.

O objetivo a que se propõe a Investidor Profissional é proporcionar retornos reais (acima do IGP-M) da ordem de 20% ao ano em períodos de cinco anos. A estratégia para alcançar o objetivo é preservar com afinco a fidelidade a uma filosofia de investimento vencedora.”

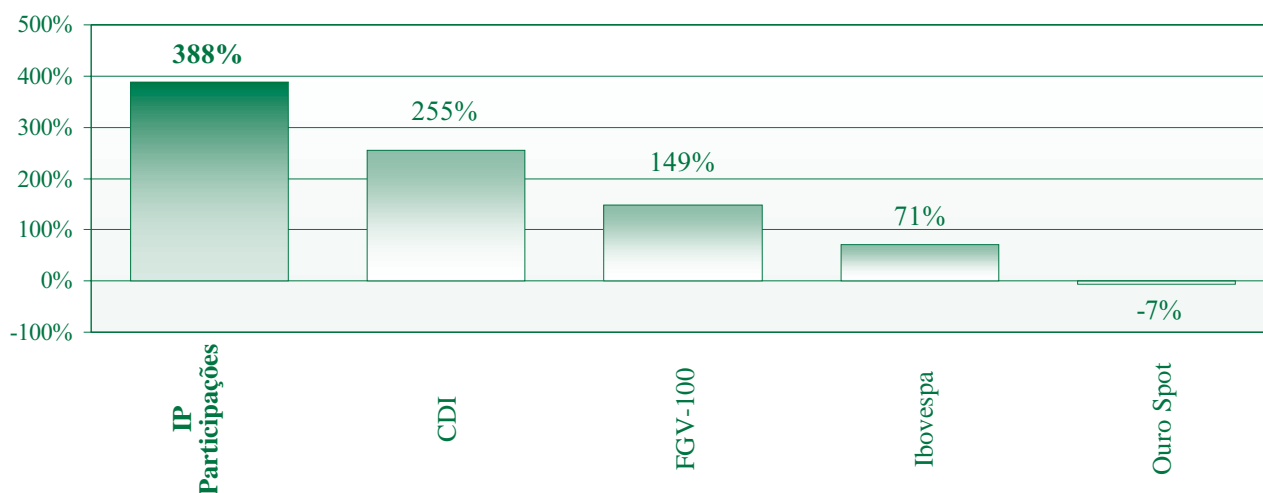
(10) *Israelense, 68 anos, professor do departamento de psicologia da Universidade de Princeton.*

(11) *Americano, 75 anos, professor de Economia e Direito da Universidade de George Mason.*

(12) *Detalhes do estudo encontram-se no site [www.nobel.se](http://www.nobel.se)*

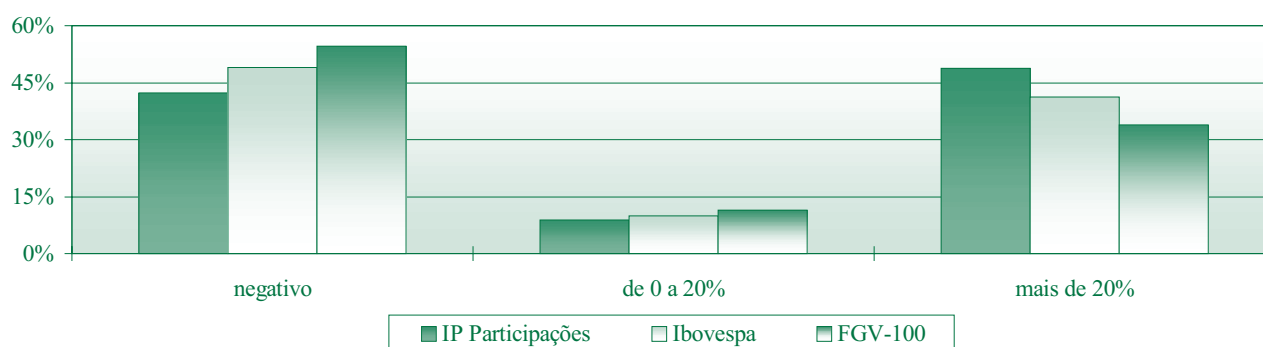
## IP-Participações

Comparativo de rentabilidade acumulada (US\$) com ativos selecionados de 26/02/93\* até 31/03/03



## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de retornos anuais ("trailing" diário de 26/02/93\* até 31/03/03)



Período	Rentabilidade em US\$ Com.			Rentabilidade em R\$		
	IP-Participações**	Ibovespa	FGV-100	IP-Participações**	Ibovespa	FGV-100
1993 (desde 26/02*)	51,00%	63,95%	35,10%	-	-	-
1994	142,50%	51,45%	165,20%	-	-	-
1995	3,30%	-9,50%	-35,10%	18,79%	0,84%	-25,60%
1996	36,00%	53,25%	6,70%	45,32%	60,98%	13,98%
1997	-10,81%	34,47%	-4,08%	-4,20%	44,43%	3,03%
1998	-25,54%	-38,42%	-31,49%	-19,39%	-33,35%	-25,85%
1999	105,66%	69,49%	116,53%	204,39%	150,95%	220,49%
2000	2,86%	-18,08%	-2,65%	12,45%	-10,47%	6,42%
2001	-7,00%	-23,98%	-8,80%	10,39%	-9,79%	8,17%
2002	-28,41%	-46,01%	-24,15%	9,01%	-17,80%	15,49%
Março-03	9,07%	17,21%	10,16%	2,64%	10,29%	3,67%
2003	1,26%	5,39%	4,73%	-3,90%	0,02%	-0,62%
Desde 26/02/93*	387,55%	71,25%	148,61%	-	-	-
Volatilidade***	25,55%	44,64%	29,76%	-	-	-

(\*) início da gestão.

(\*\*) A rentabilidade do fundo é líquida das taxa de performance e administração.

(\*\*\*) Indicador estatístico que quantifica risco. Quanto mais elevado, maior o risco.

É calculado com base no desvio padrão das séries históricas desde 26/02/93.

(Fontes: Anbid, Bovespa e FGV)

Valor da cota em 31/03/03

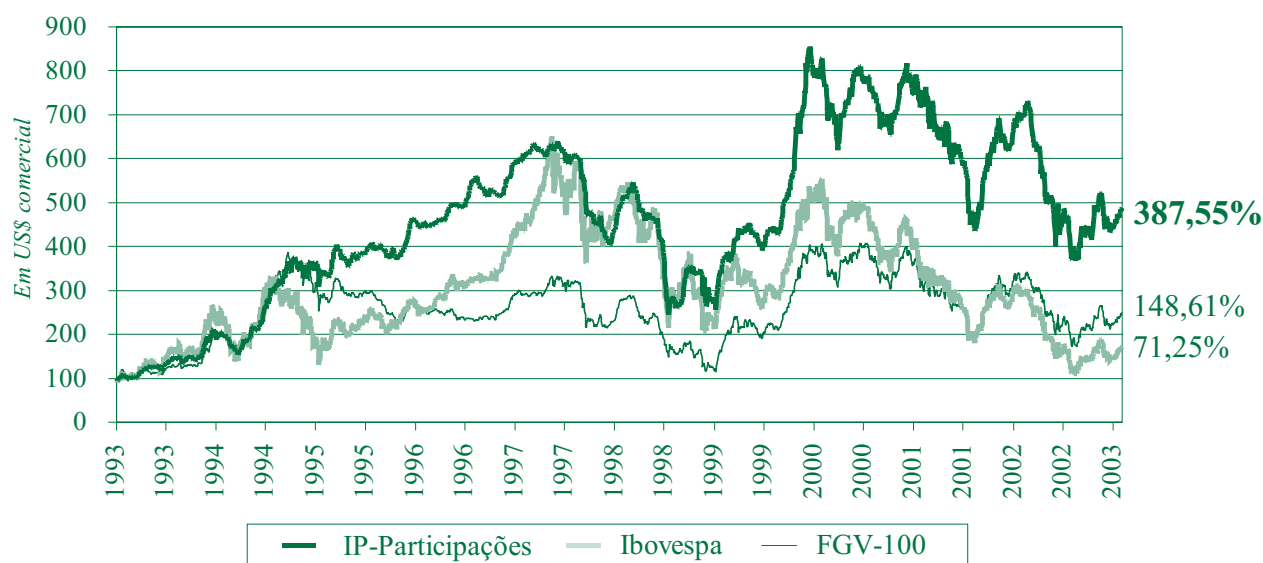
**R\$ 2,851801**  
**US\$ 0,850497**

Patrimônio Líquido (mil)

**R\$ 86.564**  
**US\$ 25.816**

## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade acumulada (US\$) de 26/02/93\* a 31/03/03



(\* Início da gestão pela Investidor Profissional  
(Fontes: Anbid, Bovespa e FGV)

## Informações\*

### Aplicação

- **Mínimo inicial:** R\$ 200.000,00.
- **Mínimo adicional:** R\$ 50.000,00.
- **Procedimentos para aplicação:**

As aplicações poderão ser efetuadas em cheque em qualquer agência do Banco Itaú, ou através de emissão de DOC. O depósito deverá ser feito em favor da conta abaixo:

**Banco Itaú - 341**  
**Agência: 2001- Private Bank**  
**C/C: 09317-4**  
**Favorecido: Fundo IP Participações**  
**CNPJ: 29.544.764/0001-20**

- Aplicações inferiores a R\$ 200.000,00 poderão ser efetuadas através de outras instituições financeiras especializadas e credenciadas, sem qualquer custo adicional para o cliente. Favor consultar-nos para maiores informações.

- Com a entrada em vigor da CPMF, aplicações e resgates só poderão ser feitos através da conta do TITULAR e/ou CO-TITULAR.

Informar ao Departamento de Atendimento o valor da aplicação e enviar fax do comprovante de depósito até as 14h.

É fundamental a leitura do regulamento do fundo antes de se tomar qualquer decisão de investimento.

- **Cálculo das cotas:** a quantidade de cotas adquirida será calculada pela cota do dia útil seguinte à disponibilidade dos recursos.

### Resgate

- **Mínimo:** R\$ 50.000,00.  
Se na solicitação de resgate, o saldo remanescente ficar inferior a R\$ 200.000,00, o resgate deverá ser total.
- **Cálculo do resgate:** é feito pela cota do dia útil seguinte ao pedido e será pago quatro dias úteis após o pedido.
- **Carência:** não há carência.

### Taxas

- **Taxa de Administração:** 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- **Taxa de Performance:** 15% sobre o ganho que exceder a variação do IGP-M.

### Imposto de Renda

- 20% sobre o ganho nominal.
- Exclusivamente retido na fonte, pela instituição administradora, quando do resgate.

### Divulgação do valor da cota

- Diariamente no caderno Finanças & Mercados da Gazeta Mercantil, no ranking dos Fundos FITVM, também disponível pelo Disque-cotas: tel. (21) 2540-8022, ou pelo site [www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br).

(\* Para maiores informações, entre em contato com o nosso Departamento de Atendimento

Este fundo é custodiado por:



Este fundo é auditado por:



Este fundo é distribuído por:







O trimestre foi fraco do ponto de vista comercial, como seria de esperar até mesmo pela sazonalidade desfavorável do período. Ainda assim, o faturamento consolidado da InVent aponta para crescimento da ordem de 15% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Central de Desejos foi a empresa que apresentou maior crescimento.

O mais importante é que a comparação se dá com período em que ainda se mantinha MundoMedia entre as empresas investidas e no qual o Carnaval ocorreu mais próximo do início do ano. Em 2003, a expectativa de guerra, a crise nos mercados financeiros e o enfraquecimento ainda maior da economia interna (exceção dos setores voltados à exportação) tornariam mesmo as coisas bastante difíceis.

O resultado permanece digno de nota, portanto. Mesmo quando se leva em conta certo “transbordamento” de vendas do 4º trimestre de 2002 para o 1º trimestre de 2003. É claro que, de modo geral, a evolução foi menor do que se desejaria. Mas ela é bastante razoável diante do cenário de turbulência mundial.

Os principais eventos do trimestre foram:

- **Aprovação de orçamentos de marketing mais agressivos para Comunique-se e Via Global** visando a continuidade do processo de consolidação de suas respectivas lideranças. Central e Elefante estão em fase de desenvolvimento de novos produtos e ostentam as maiores audiências e cadastros. Já OCarteiro permanece objeto de discussão judicial, ou seja, prefere-se aguardar as decisões antes de qualquer atitude. Os resultados colhidos pelos novos produtos e a questão judicial autorizarão ou não aportes adicionais ao longo do ano.
- **Migração de Fred Trigueiro da posição de CEO da Central de Desejos para a Diretoria de Marketing da InVent.** Com isso, todas as empresas do grupo passam a beneficiar-se do conhecimento e da experiência de quem foi

responsável pelo expressivo crescimento da Central. Elsen Carmo, que ocupava a posição de COO e vinha sendo preparado para alçar maiores vãos, assume o cargo de CEO da Central. Trata-se de movimentação imaginada em meados de 2002, e administrada de forma gradual. Seu acerto já se mostra evidente.

- **Grande sucesso do uso da ferramenta “Termômetro” do Comunique-se**, que elegeu a **F-Nazca**, de **Fábio Fernandes**, **agência do Ano**, e **Washington Olivetto**, da **W/Brasil**, **publicitário do ano**. Houve outros avanços. Cabe destacar a qualidade dos participantes dos **“Papos na Redação”**, entrevistas *online* semanais com os principais expoentes do setor jornalístico. Contou-se no trimestre com as participações de Luís Nassif, Ana Maria Bahiana, Lourival Santana, Rodolfo Fernandes, Maria Cristina Poli e Ricardo Boechat, entre outros.
- **Migração de Vanessa Buchheim da Diretoria de Negócios da InVent para a Diretoria Comercial do Via.** Aqui a lógica foi inversa. Como a sofisticação dos procedimentos comerciais avançou no grupo, optou-se por concentrar os esforços de quem liderou o processo numa empresa onde era maior o desequilíbrio entre quantidade de produtos e senioridade da equipe.
- **Lançamento da nova versão dos sites da rede Via Global.** Os resultados de crescimento de tráfego e demais *drivers* de valor, como uso de buscas, viralidade e geração de leads, superaram as expectativas.
- **Ampliação da rede de venda dos guias impressos do Via Global** (Restaurantes São Paulo, Restaurantes Rio, Bares São Paulo e Bares Rio), que registravam 300 pontos altamente selecionados no eixo São Paulo-Rio ao final do trimestre. É o primeiro ano em que a empresa traz para si a coordenação da operação de distribuição, e ainda não há dados suficientemente segmentados do trimestre ante-

## • Fundo IP.com

rior para uma comparação. De maneira geral, há maior domínio do processo de venda, apesar dos ônus naturais da aprendizagem (refletidos em atrasos no cronograma). A sazonalidade é elevada num negócio como este, e demanda grande atenção.

- O caixa consolidado em 31/03 era da ordem de R\$ 19.902.631,78. A alocação dos recursos continua a priorizar o staying power dos projetos com maior solidez e potencial.

Em relação às áreas de venda, ainda é cedo para resposta mais fundamentada. Mas são grandes os esforços empreendidos pela InVent. Não só os resultados iniciais têm sido animadores como os processos parecem fluir melhor. A curva de maturidade das empresas e da própria Internet ajudam.

Por fim cabe destacar mais uma evidência da rápida evolução da indústria de Internet:

- Um relatório de março da Nielsen destaca o crescimento da participação dos 100 maiores anunciantes dos Estados Unidos na mídia online. A experiência das empresas do **IP.com** está em linha com esta tendência.
- Matéria do jornal O Globo informou que as vendas através da Internet pagas com cartão de crédito somaram R\$ 745 milhões em 2002, com crescimento de 62% em relação a 2001. E mais, que o percentual de usuários de cartão de crédito que usaram este meio de pagamento na Internet dobrou de 5% para 10%. Claramente um sinal de que a curva de adoção da rede continua sendo percorrida na prática com grande velocidade.

## Informações\*

### Fundo

- Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE) focado no investimento em empresas do setor de Internet.
- Prazo: 5 anos, prorrogável por mais 1 ano.

### Público Alvo

- Devido aos níveis de risco e liquidez dos investimentos, o Fundo é destinado à Investidores Institucionais e indivíduos de grande patrimônio. É fundamental a leitura deste Relatório e do Regulamento do fundo para uma compreensão das características do mesmo antes de investir.

### Aplicação

- As emissões de cotas serão feitas em tranches (blocos).
- 1a. tranche (encerrada em 22/02/2000):
- Eventuais Tranches subsequentes:
  - Valor da emissão e preço de quota a serem definidos na época das emissões.

### Resgate

- Não haverá resgate de quotas, a não ser pelo término do prazo de duração do FUNDO, ou de sua liquidação, não se confundindo os eventos de resgate com as amortizações explicadas abaixo.

### Amortizações

- Durante os 3 (três) primeiros anos de duração do FUNDO, contados da data da primeira emissão de cotas, a Investidor Profissional poderá, a seu exclusivo critério, decidir pela distribuição, através de amortização de cotas, ou reinvestimento dos recursos obtidos com as vendas, total ou parcial, de empresas do FUNDO.
- Após os 3 primeiros anos do Fundo, do valor obtido com as vendas, o valor investido em uma empresa, corrigido pela variação

acumulada do IGP-M acrescida de 6% a.a. entre data do(s) investimento(s) até a data de sua realização em moeda nacional, será obrigatoriamente destinada à amortização das quotas, cabendo à Investidor Profissional decidir pela distribuição ou reinvestimento dos ganhos líquidos de capital realizados naquele investimento específico.

### Negociabilidade das Cotas

- As cotas são negociadas na Bovespa, o código do Fundo é FIPC11.

### Taxas

- Taxa de Administração: 2% ao ano, apurados e pagos ao fim de cada trimestre civil, com base no patrimônio líquido do Fundo.
- Prêmio de Performance: 20% do que exceder IGP-M +6% ao ano, paga após retorno do capital corrigido por este índice aos investidores.

### Tributação

- Aplica-se para a tributação do fundo a regulamentação em vigor para fundos de investimentos fechados.

### Divulgação das Cotas

- As cotas são calculadas e divulgadas semestralmente.
- Pelo fato do Fundo investir em empresas do segmento de internet, cujo valor contábil ou de aquisição não tem praticamente qualquer relação com o valor real, as cotas divulgadas semestralmente devem ser consideradas com ressalvas para cálculo do desempenho do Fundo (maiores detalhes sobre este assunto no segmento "Valor da Cota", na pág. 5 deste Relatório 1, disponível no site do Fundo, [www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br)).

(\*) É fundamental a leitura e compreensão do regulamento do Fundo antes de investir. Ele poderá ser obtido junto à Mellon Brascan, à Investidor Profissional ou no site [www.ipcom.com.br](http://www.ipcom.com.br)

# IP

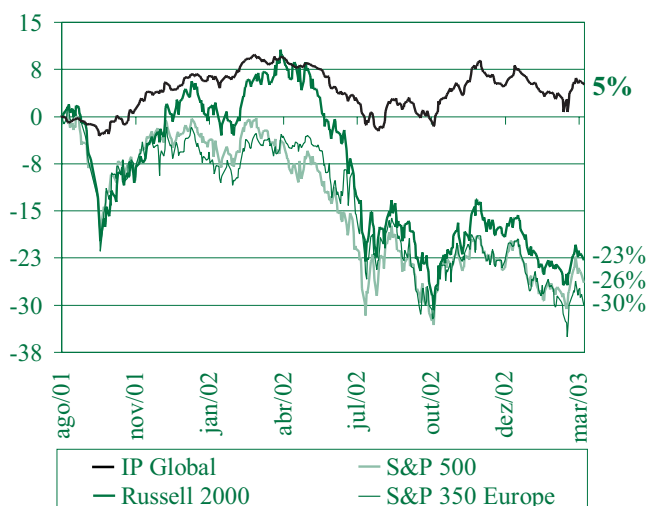
## Equities Value Global

O primeiro trimestre de 2003 foi um dos de maior instabilidade para os mercados acionários nos últimos anos. Incertezas sobre o início da guerra, duração e efeito sobre as economias globais levaram os principais mercados a um passeio forçado de “montanha russa”, com grandes subidas e descidas ao longo do caminho. Até o “fechamento desta edição”, as notícias negativas pareciam soprar com mais força, indicando que a guerra seria mais longa do que o esperado... Nada que não possa mudar em questão de dias. Mais sobre esse tema na seção “Perspectivas”.

Apesar de a instabilidade ter impactado os preços dos principais ativos do Fundo ao longo

### IP Equities Value Global x S&P 500 x Russel 2000 x S&P 350 Europe

Rentabilidade acumulada (US\$)  
de 08/08/2001\* a 31/03/2003



Fontes: Investidor Profissional e Bloomberg

do trimestre, a performance da cota não apresentou variação relevante. Nos três primeiros meses do ano, registrou-se variação positiva de 0,2%, líquida de todas as taxas, enquanto o S&P 500 e o Russel 2000 variaram, respectivamente, -3,1% e -4,6%. Enquanto isso, o S&P 350 Europe apresentou variação de -8,9% em dólares no trimestre.

Nunca é demais repetir que comparações de prazo tão curto não visam analisar o desempenho e a evolução dos fundamentos do Fundo, tanto em termos absolutos quanto relativos<sup>13</sup>. Nada impede que em períodos como um trimestre, ou mesmo um ano, as cotas apresentem desempenho ruim (seja cair em termos absolutos ou subir menos do que os principais índices, por exemplo). Isso a despeito de os fundamentos do Fundo seguirem de vento em popa. É preciso diferenciar desempenho **do Fundo** e desempenho **da cota**. No curto prazo, eles serão muitas vezes diferentes. Sua convergência se dará ao longo do tempo (no caso do **IP Value Global**, em janelas de cinco anos).

Parafrazeando o artigo inicial do Relatório:  
*“Inúmeros fatores aleatórios determinam a performance de curto prazo. No entanto, quanto maior o prazo de observação, menos importante o fator “sorte” e mais determinantes os fundamentos”.*

### Análise do desempenho do Fundo

Estamos muito satisfeitos com o que foi realizado nos primeiros 20 meses de atividade do **IP Value Global**. Pode-se observar uma grande consistência no processo de análise e tomada de

(13) Como pode ser visto nos relatórios anteriores do fundo, temos registrado resultados relativos consistentemente superiores aos índices e mercados em geral. Isso não quer dizer isoladamente que estamos “indo bem”. É não só provável, mas certo, que em períodos futuros os índices apresentem desempenho significativamente superior ao Fundo, o que não significará que tivemos um desempenho ruim. Esse é o tipo de disclaimer que deve ser feito no momento em que os “ventos estão soprando a favor”, de forma a gerar credibilidade nos momentos contrários.

Este fundo não é distribuído no Brasil. Esta tradução é apresentada com o propósito unicamente informativo.

## • Fundo IP Equities Value Global

decisão. Como destacado no relatório de gestão do último trimestre, “estamos convictos de que temos com o *IP Value Global* um caso de investimento sólido, extremamente atraente e possível de replicar de forma muito rentável por longos anos”. E os números, se não permitem grandes conclusões devido ao prazo, indicam que se está no caminho certo (vide gráfico na página inicial).

A performance chega a suscitar o seguinte questionamento em gestores americanos com os quais se mantém relacionamento: como têm conseguido resultados tão positivos e consistentes em meio a este cenário?<sup>14</sup> A indagação também foi feita por alguns executivos de empresas visitadas em 2002. E ela chegou sempre acompanhada da piadinha: “Centenas de colegas meus dariam centenas de milhares de dólares para trocar seus resultados – seja como gestores ou cotistas – pelos do *IP Value Global* nos últimos anos.”

A parte “triste” da história é que a resposta à pergunta é menos “charmosa” do que alguns esperavam: não há nenhum “pulo do gato” ou teoria complexa digna de Prêmio Nobel. Conforme destacado na parte inicial do relatório, a experiência da Investidor Profissional na seleção de bons investimentos se deve a procedimentos simples, mas difíceis de colocar em prática de forma consistente. Além de filosofia coerente, disciplina, foco, alinhamento de interesses e comprometimento, a convicção de que o conservadorismo é a regra nº 1 desse “jogo” conta muitos pontos ao longo do tempo.

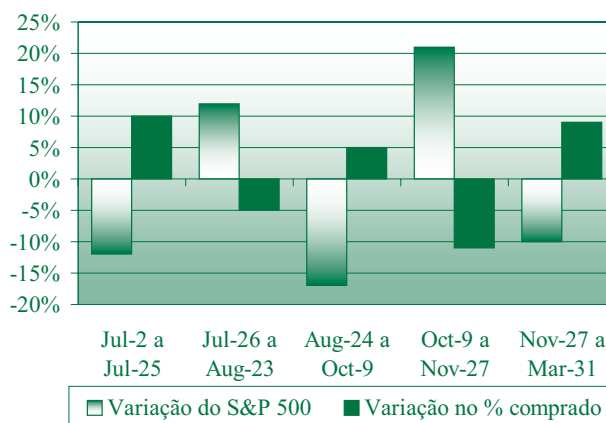
O *IP Value Global* só investe em empresas que reúnam pré-requisitos indispensáveis. Em alguns casos, alternativas que poderiam soar extremamente tentadoras são descartadas por não apresentar, de acordo com a análise, margem de segurança suficiente.

Por “margem de segurança” entenda-se conjunto de variáveis como qualidade do negócio, sustentabilidade das vantagens competitivas, estrutura societária sólida, motivação dos administradores, além, é claro, do preço de negociação da ação.

A postura conservadora adotada desde o início do Fundo permitiu que se tirasse proveito deste momento de incerteza. Os períodos de queda do S&P 500 têm sido justamente aqueles em que o *IP Value Global* aumenta o investimento em ações (ver gráfico a seguir<sup>15</sup>). Guardadas ra-

ras exceções, é quando se apresentam alternativas mais interessantes. Nos períodos de alta, decorrentes de melhora de ânimo do mercado, algumas das posições atingem preços que não oferecem as tais margens de segurança desejadas. É hora de vender.

### Variação no % comprado vs. Variação do S&P 500



Fonte: Investidor Profissional e Bloomberg

Noutras palavras, o *IP Value Global* segue à risca a receita muito difundida e pouco utilizada de ganhar dinheiro com ações: comprar na baixa e vender na alta.

Tudo isso reforça e fundamenta a confiança de que o *IP Value Global* alcançará resultados consistentemente superiores e diferenciados, como acontece há 10 anos com o “aniversariante” **IP-Participações**.

### Perspectivas

Como reza a cartilha da Investidor Profissional, pensamentos e análises sobre fatores macroeconômicos e políticos de curto prazo limitam-se a opiniões pessoais da equipe. A ambição de traçar cenários futuros para a guerra do Iraque e suas conseqüências sobre as economias dos Estados Unidos e do Mundo é NENHUMA.

É sempre interessante reafirmar por que “análises” geopolíticas e macroeconômicas imediatistas não têm lugar no dia-a-dia da empresa.

Para a Investidor Profissional, acompanhar a evolução dos acontecimentos e responder a indagações como duração da guerra e impacto sobre

(14) Levando em consideração a proposta do Fundo de atuar sempre comprando ações, nunca alavancamos o fundo com as vendas a descoberto.

(15) Os períodos do gráfico apresentam duração variável, escolhidos de acordo com a tendência de alta ou baixa.

as economias constitui exercício intelectualmente interessante, mas que não impacta diretamente as decisões de investimento a serem tomadas.

Apesar de os eventos serem da maior relevância, o desenrolar dos fatos e suas consequências são variáveis absolutamente imponderáveis. Acredita-se – e divulga-se claramente no processo de comunicação com clientes – que antecipar o futuro não faz parte do mandato dos gestores. Pede-se desculpas aos que recorrem às “análises dos especialistas”, mas a visão da Investidor Profissional é de que estas análises não passam de “palpites”. A quantidade de fatores extremamente complexos é a maior inimiga da precisão. Quem pode antecipar o risco de novos atentados terroristas, de resistência na chegada a Bagdá, de captura de Saddam, de encontrar depósitos de armas químicas? E quanto à recepção das tropas americanas pelos habitantes “libertados”, à evolução do sentimento antiamericano no pós-guerra, à reconstrução do Iraque, ao jogo político internacional, ao efeito da guerra sobre todo o Oriente Médio? Os cenários são infinitos. Nos minutos finais do fechamento deste texto, há notícias sobre uma epidemia de pneumonia que se espalha pela Ásia. A doença pode evidentemente impactar as economias daquele continente e de todo o mundo.

Tomar decisões de investimento, algo que na “crença” da Investidor Profissional é coisa muito séria, com base em variáveis tão complexas, imponderáveis e em constante mudança não parece a melhor tática. Acredita-se que há gestores mais capacitados para os que querem participar desse jogo (aquí sim, sem aspas). Assim sendo, dedicar-se a este tipo de “análise” não constitui o melhor uso do tempo para os gestores do *IP Value Global*.

Por outro lado, também não seria correto ignorar o que se passa. O *approach* é que é diferente. Apenas não se procura adivinhar o que virá nos próximos meses.

Adota-se a mesma postura que norteou o comportamento dos gestores do **IP-Participações** em momentos de incerteza - não tentar antecipar o futuro próximo para “tomar a dianteira e ganhar uma bolada”... Ao invés disso, recorda-se a regra do vovô: em dias de chuva forte, o melhor é ficar em casa. Se for para sair, proteja-se bem e escolha o caminho menos arriscado. Ou seja, nos dias que correm, o que se faz é aumentar a já elevada dose de conservadorismo.

No próximo relatório, serão apresentadas algumas empresas do Fundo.

O objetivo será expor a margem de segurança dos investimentos e o potencial de valorização da carteira. A título de ilustração, aproveitou-se o trimestre para investir numa empresa de varejo com *dividend yield* de 4%, caixa líquido de US\$ 2 bilhões e posição de quase monopólio em seu segmento (fator raríssimo em varejo). Montou-se posição quando a ação vinha sendo negociada a 11 vezes o lucro de 2002. Para completar, distribuiu-se aos acionistas (em forma de dividendos, *spin offs* ou recompra de ações) mais de US\$ 6 bilhões ao longo dos últimos cinco anos (o que equivalia ao valor de mercado na época). Isso revela uma preocupação com a geração de valor para todos os acionistas, o que não se vê a toda hora. Também se elevou a posição em editora de conteúdo técnico/profissional. Apesar de histórico de resultados excelente (rentabilidade patrimonial dos últimos 10 anos da ordem de 47%, e dos últimos 5 anos de 35%!!!!), ela chegou a ser negociada a um P/L para 2002 de seis vezes (em semana de desânimo generalizado).

Há riscos embutidos nos dois investimentos, mas a margem de segurança e o potencial de valorização parecem compensá-los largamente.

## Conclusão

Por um lado, é grande a segurança com os ativos da carteira. Por outro, entende-se que o atual nível de preço da maioria das ações não justifica percentual comprado elevado – especialmente diante dos riscos e instabilidades do mercado.

Ainda assim, alguns novos investimentos elevaram o percentual comprado em ações para 35%. Eles foram feitos de forma oportunista, aproveitando os momentos de pânico verificados ao longo do trimestre para comprar ativos de grande qualidade, com boa margem de segurança e a preços atraentes.

A evolução da exposição a ações dependerá do desenrolar dos acontecimentos e do consequente impacto sobre seus preços.

Obs: os relatórios de gestão anteriores estão disponíveis no site [www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br).



# IP Exportadoras

A variação no valor de mercado das posições do **IP-Exportadoras** no primeiro trimestre de 2003 foi de -2,75% em reais, líquida de todos os custos. Desde seu início, em 19 de agosto de 2002, o Fundo acumula valorização de 24,65% em reais. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 18,41%, o CDI, de 13,21%, e o dólar, de 7,67%.

O objetivo do **IP-Exportadoras** é aproveitar “janelas de oportunidade” oferecidas pelo mercado. A estratégia é comprar ações de empresas cujos valores são pouco sensíveis às variações de câmbio, sempre com desconto significativo em relação ao valor justo.

A característica é geralmente encontrada em empresas exportadoras que também possuem exposição ao mercado interno.

Ao longo dos sete meses de existência do **IP-Exportadoras**, encontrou-se uma série de oportunidades de investimento interessantes, algumas já realizadas. O resultado auferido nestas operações foi direcionado para outros investimentos. E o sucesso alcançado revelou-se fundamental para garantir a boa performance do Fundo em seus primeiros meses, a despeito da queda das ações de Perdigão, sua principal posição.

Perdigão é a maior posição do **IP-Exportadoras**. Acompanha-se a empresa há longo

tempo, o que tem permitido identificar e aproveitar oportunidades oferecidas pelo mercado.

A volatilidade de resultados é normal e intrínseca às empresas do setor de alimentos. É fundamental entender a natureza dessa volatilidade para se aproveitar da visão distorcida do mercado.

O Brasil é muito relevante para o comércio mundial de aves. A desvalorização do Real permitiu que os produtores brasileiros ampliassem suas vantagens competitivas em custos. Nestes anos pós-desvalorização, as empresas brasileiras ganharam mercado e aumentaram fortemente a produção.

O Brasil conquistou enorme fatia do mercado mundial de aves, conforme se verifica pela tabela abaixo.

Um crescimento dessa magnitude não passa despercebido na cadeia do setor.

Tomemos, por exemplo, os últimos quatro anos de resultados da Perdigão. O gráfico abaixo confronta a evolução dos preços médios das exportações da Perdigão com os de grãos (soja e milho), cuja participação no total de custos da empresa é bastante relevante.

Verifica-se pelo gráfico que, depois de anos relativamente bons para o preço das carnes exportadas (1999 e 2001), houve pressão de custos e queda de preços dos produtos exportados nos anos seguintes (2000 e 2002).

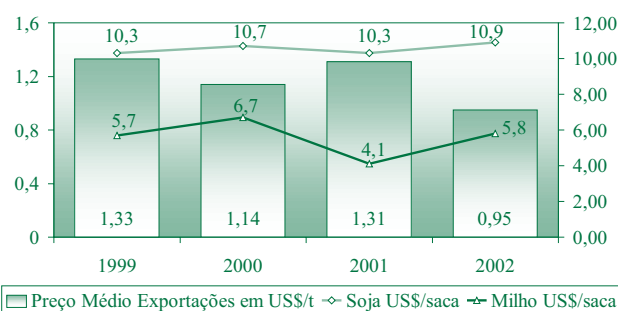
O ciclo do setor de alimentos é curto. A decisão de plantio dos grãos se dá anualmente e de-

*Exportação Mundial de Carne de Frango  
Principais Países (1997 - 2002 em mil toneladas)*

País	França	EUA	China	Hong Kong	Brasil
1997	321	2.116	350	557	650
1998	373	1.978	323	572	612
1999	340	2.080	375	660	771
2000	290	2.231	464	710	907
2001	275	2.521	489	775	1.249
2002	260	2.208	400	780	1.600
Crescimento (2002/1997)	-19%	4%	14%	40%	<b>146%</b>

Fonte: ABEF - Associação Brasileira dos Produtores e Exportadores de Frango

*Preços*



Fonte: Perdigão e Investidor Profissional

## • Fundo IP Exportadoras

riva, em parte, da demanda do ano anterior. Um ano excelente antecipa em geral acréscimo significativo da área plantada – e, conseqüentemente, da oferta de grãos. É algo que pressiona evidentemente os preços para baixo. Com exportações de frangos e suínos, a dinâmica é muito parecida.

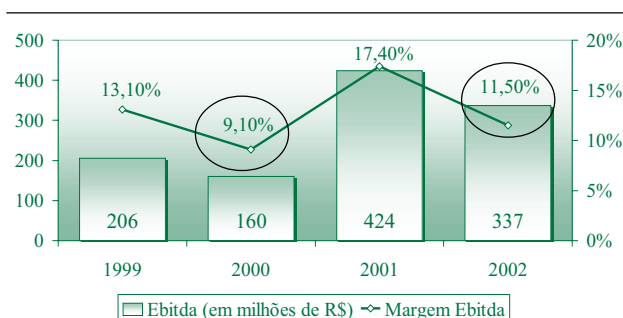
A característica cíclica do setor de alimentos deprime por vezes a rentabilidade da empresa, o que costuma ser interpretado como algo permanente pela “Miopia de Curto Prazo” do mercado. Foi coisa que nos permitiu identificar excelentes oportunidades de investimento.

O foco é sempre analisar o patamar de rentabilidade normalizado (média entre um vale e um pico de rentabilidade) de longo prazo.

Observe-se que a companhia mudou de patamar de rentabilidade ao longo dos últimos quatro anos, principalmente em função da desvalorização cambial. O gráfico abaixo compara os dois últimos vales do ciclo e verifica que a margem Ebitda elevou-se de 9,1% a 11,5%.

Nos últimos 12 meses, as ações, deflacionadas pelo IGP-M, caíram mais de 50%. Atingi-

### Volumes



OBS.: O Ebitda de 2002 foi ajustado para a exclusão de R\$ 41 milhões, graças a efeitos não recorrentes derivados do recall do lote de frango com nitrofurano.

Fontes: Perdigão e Investidor Profissional

### Fechamento Perdigão (PRGA4) deflacionado pelo IGP-M



Fonte: Economática

ram o menor patamar desde 1994, o que não encontra amparo nas boas rentabilidades auferidas.

O preço atual de mercado embute margem Ebitda implícita de longo prazo de cerca de 7%. É sensivelmente inferior àquela verificada no vale do ciclo de 2000, e ainda pior que a observada no vale recente (mudança de patamar de rentabilidade). A comparação se dá com margens atingidas ao longo de momentos desfavoráveis para a empresa, e não com sua margem normalizada.

O conforto com os fundamentos econômicos de Perdigão é grande. Em assembléia realizada no ano passado, consolidou-se também importante avanço no campo societário. Tomou-se a decisão de conceder tag-along aos acionistas preferencialistas, o que reduziu substancialmente o risco societário do investimento.

Perdigão é uma janela de oportunidade clássica. De um lado, uma empresa de qualidade, gerida por bons executivos e com fundamentos econômicos e societários em evolução positiva. De outro lado, o preço de suas ações encontra-se extremamente deprimido, em função de eventos cujo impacto é predominantemente de curto prazo.

Período	Rentabilidade em R\$				
	IP-Exportadoras	Ibovespa	IBX	Dólar	CDI
agosto 02 *	4,75%	10,23%	6,30%	-2,95%	0,65%
setembro 02	2,21%	-18,59%	-10,87%	28,87%	1,38%
outubro 02	9,84%	18,65%	17,98%	-6,42%	1,64%
novembro 02	1,14%	2,88%	0,81%	-0,23%	1,53%
dezembro 02	7,75%	8,08%	7,09%	-2,84%	1,73%
janeiro 03	-5,12%	-3,57%	-3,52%	-0,21%	1,97%
fevereiro 03	-1,41%	-5,96%	-3,31%	1,06%	1,83%
março 03	3,96%	10,29%	3,67%	-5,90%	1,77%
2002 **	28,17%	18,39%	20,67%	13,46%	7,12%
2003	-2,75%	0,02%	0,18%	-5,10%	5,68%
Desde o início ***	24,65%	18,41%	20,89%	7,67%	13,21%

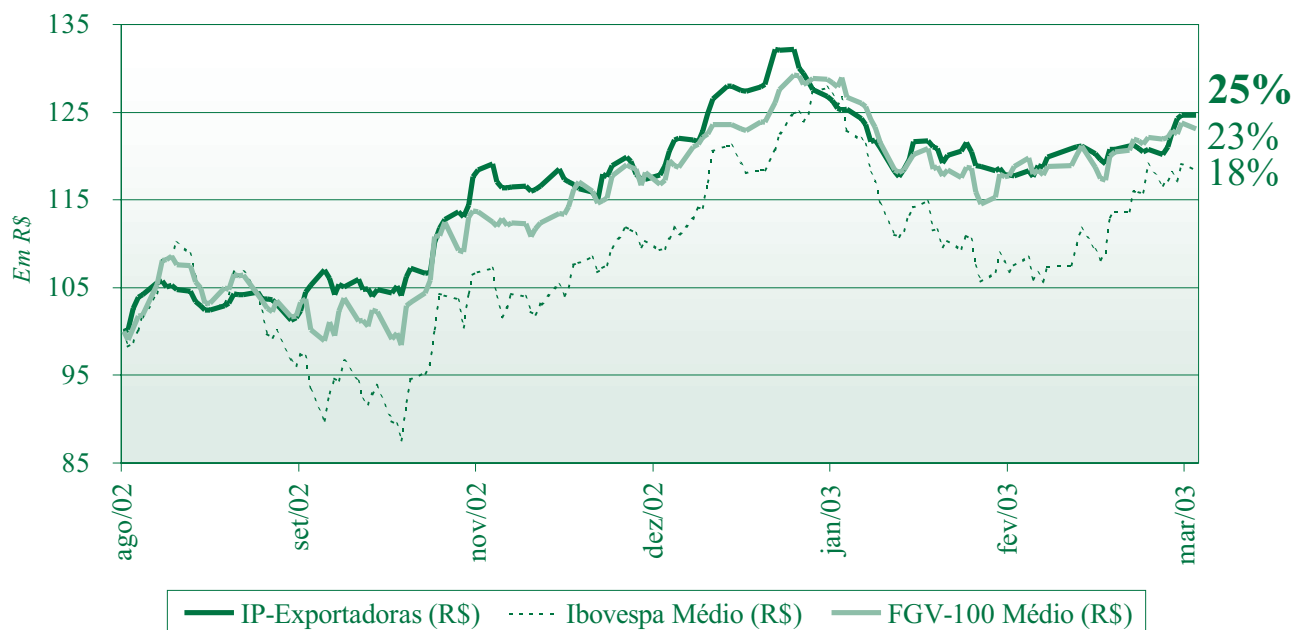
(\* ) Entre 19/08/2002 e 30/08/2002 (\* \*) Entre 19/08/2002 e 31/12/2002 (\*\*\*) Desde 19/08/2002

Fonte: Investidor Profissional e Economática



## IP-Exportadoras x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade acumulada (R\$) de 19/08/02 a 31/03/03



Fontes: Investidor Profissional e Econômica

### Informações\*

#### Aplicação

- **Mínimo inicial:** R\$ 100.000,00.
- **Mínimo adicional:** R\$ 50.000,00.
- **Procedimentos para aplicação:**

As aplicações poderão ser efetuadas em cheque em qualquer agência do Banco Itaú, através de emissão de DOC ou via TED. O depósito deverá ser feito em favor da conta abaixo:

**Banco:** Itaú - 341  
**Agência:** 2001- Private Bank  
**C/C:** 31985-0  
**Favorecido:** IP-Exportadoras Fundo de Investimento em Ações  
**CNPJ:** 05.202.900/0001-35

- Com a entrada em vigor da CPMF, as aplicações e os resgates só poderão ser feitos através da conta do TITULAR e/ou CO-TITULAR.

Informar ao Departamento de Atendimento o valor da aplicação e enviar fax do comprovante de depósito até as 15:00h.

É fundamental a leitura do regulamento do fundo antes de se tomar qualquer decisão de investimento.

- **Cálculo das cotas:** a quantidade de cotas adquirida será calculada pela cota do dia útil seguinte à disponibilidade dos recursos.

#### Resgate

- **Mínimo:** R\$ 50.000,00.  
Se na solicitação de um resgate, o saldo remanescente ficar inferior a R\$ 100.000,00, o resgate deverá ser total.
- **Cálculo do resgate:** é feito pela cota do dia útil seguinte ao pedido e será pago quatro dias úteis após o pedido.
- **Carência:** não há carência.

#### Taxas

- **Taxa de Administração:** 2% a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.
- **Taxa de Performance:** 15% sobre o ganho que exceder a variação do dólar comercial (Ptax).

#### Imposto de Renda

- 20% sobre o ganho nominal.
- Exclusivamente retido na fonte, pela instituição administradora, quando do resgate.

#### Divulgação do valor da cota

- Diariamente no caderno Finanças & Mercados da Gazeta Mercantil, no ranking dos Fundos FITVM, ou pelo Disque-cotas: tel. (21) 2540-8022 ou pelo site [www.investidorprofissional.com.br](http://www.investidorprofissional.com.br).

(\* Para maiores informações entre em contato com o nosso Departamento de Atendimento

Este fundo é custodiado por:

**Banco Itaú S.A.**

Este fundo é auditado por:

**PRICEWATERHOUSECOOPERS**

Este fundo é distribuído por:

**Mellon**  
Mellon Brascan



# Aleatórias

Os trechos a seguir foram retirados da transcrição do debate anual entre gestores e estrategistas, organizado pela Barron's, publicação semanal "irmã" do Wall Street Journal. Encontram-se publicados na edição de 20 de janeiro de 2003.

Sobre os impactos da política econômica americana:

"The Fed policy of credit expansion has allowed capacity to grow - not in the U.S., but in China. Each time they inject money into the U.S. economy, consumption grows. And industrial production grows in China, which is wonderful for Asia, but not the U.S..... In the third quarter of 2002, mortgage debt was growing at an annual rate in excess of \$900 billion, on a \$10.5 trillion economy. This is then feeding consumption, which is feeding production in China and the procurement of services in India and health care in Thailand, where they specialize in sex transplants.

Sobre Bancos Centrais:

The central bankers of the world had the opportunity to sell their gold positions in 1980 for over \$800 an ounce. They could have put that money into the Dow Jones at 800 or bonds yielding 15%. These idiots waited more than 20 years to sell gold below \$300 and buy bonds below 5% and the Dow around 12,000. But this is the mentality of central bankers.

Sobre propriedade intelectual na China:

Q: "Will China's lack of respect for property rights stem the flow of industries to the mainland?"

A: "Chinese property rights are very solid. Everything belongs to the government."

Sobre recessão:

"The function of recessions is to clean out the excesses of the previous boom. The excesses

are eliminated and overcapacity is killed through bankruptcies".

- Les Vadasz, executivo da Intel, falando sobre a pressão da indústria de entretenimento sobre fabricantes de hardware para que incorporem mecanismos de supressão à pirataria:

"The entertainment industry's relationship to the far larger computer industry is like a pimple on the elephant's rear end."

- Um desabafo pertinente contra comentaristas econômicos e editores:

"Financial pundits set a new world record this morning by using the same explanation for the market's behavior for the 58th straight day: "Stocks Dip on Security, War Fears." Yes, Fools, worry over Iraq had driven the S&P 500 down a stunning one-half of one percent by mid-morning. In one Wall Street office, a panicked trader expended three seconds of thought on the issue. In Iowa, a harried restaurant manager ordered more produce and had part of another day's pay diverted into her 401(k). The threat of war has been hanging over our heads for months. We - participants in the U.S. stock market - long ago calculated what it means for our investments, and reacted accordingly. We are not re-reacting every single day of every single week over the same, unchanging issue. And so we say to Reuters, Associated Press, The Wall Street Journal, Bloomberg, and so on... enough! Give us a factual headline, like: "Some Stocks Inched Down Today For No One Single Reason, It Just Happened That Way."

- "The mob is man voluntarily descending to the nature of a beast" – Ralph Waldo Emerson

