

INVESTIDOR  
PROFISSIONAL

# Relatórios de Gestão

IP Participações / IP Equities Value Global

terceiro trimestre / 2003

Este relatório é publicado somente com o propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Investidor Profissional e não deve ser considerado como oferta de venda dos fundos. Apesar de todo o cuidado tanto na coleta quanto no manuseio das informações apresentadas, a Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por operações ou decisões de investimentos tomadas com base neste relatório. Todas as opiniões e estimativas são elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que o relatório é editado. Nenhuma informação ou opinião deve ser interpretada ou tem intenção de ser uma oferta de compra ou de venda das ações ou ativos mencionados. Performance passada não é garantia de performance futura.

Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e o regulamento do fundo de investimento ao aplicar seus recursos.

## ÍNDICE

---

<b>"A Luz do Sol é o Melhor Desinfetante"</b>	<b>3</b>
CVM sai na frente	5
<b>IP-Participações</b>	<b>7</b>
Perdigão	7
Suzano	8
Está na hora de "realizar lucros"?	9
Informações	11
<b>IP-Value Global</b>	<b>13</b>
Dois anos de IP-Value Global	13
Potencial de investimento	13
Nível de preço dos mercados de ações gerais	13
Evolução do aprendizado nos mercados internacionais	14
Conclusão	14
Carteira	14
Electronics Boutique	14
Abercrombie & Fitch	15
Tesco	15
Perspectivas	15
<b>Aleatórias</b>	<b>16</b>

---



## "A LUZ DO SOL É O MELHOR DESINFETANTE"

Em setembro de 2001, a McKinsey promoveu uma das pesquisas mais interessantes a que tivemos acesso sobre governança corporativa no Brasil.

Foram entrevistados 127 conselheiros de 74 companhias, incluídas estatais, privadas nacionais e multinacionais, abertas e fechadas. Dentre as indagações formuladas pela consultoria, selecionamos duas. Suas respostas se destacaram pela incoerência.

A primeira especula sobre a satisfação dos conselheiros com o modelo de governança adotado por suas companhias. Dez por cento afirmam que não estão satisfeitos e que mudanças são urgentes, enquanto 44% se dizem satisfeitos mas acham que o modelo pode ser aprimorado. Ou seja, 54% apontam para a necessidade de alguma mudança no modelo de governança de suas companhias. A incoerência é que, quando perguntados sobre o quanto a introdução de práticas de governança corporativa poderia adicionar de valor, 51% responderam "ZERO".

Os conselheiros das companhias brasileiras enxergam a necessidade de mudança, mas não refletem sobre os ganhos que elas podem trazer. A pesquisa poderia conduzir à conclusão precipitada de que governança corporativa não contribui para adicionar valor.

Não há nada mais falso. Se governança interfere na gestão em sentido mais amplo, é claro que suas práticas impactam o valor.

Em função da estrutura societária dominante no Brasil, altamente alavancada por ações preferenciais sem direito a voto, o foco das discussões de governança tem sido a conturbada relação entre acionistas controladores e minoritários. O foco exagerado na questão prejudica visão mais ampla, que pode e deve ser debatida em três fóruns distintos numa companhia: acionistas, conselheiros e executivos.

No fórum dos acionistas, as questões principais dizem respeito a alinhamento de interesses entre diversos acionistas, transparência do processo de voto nas assembléias e solução de conflitos. Ao examinar a quantidade de casos em que tais matérias vieram à tona, compreende-se a razão da demanda de minoritários pela adoção do *tag-along*, pela concessão de voto às ações preferenciais em determinadas deliberações e pela adoção do sistema da arbitragem para solução de conflitos societários.

O fórum de acionistas é apenas um dentre três. Ao funcionar como sistema integrado, estes três fóruns tendem a aprimorar o modelo de governança e, portanto, a impactar o valor.

A *Harvard Business Review* (HBR) de março deste ano veiculou artigo interessante sobre a relação entre os três fóruns. Os três "personagens" (acionistas, conselheiros e executivos) são colocados nos vértices de um triângulo com lados formados pela relação que mantêm entre si.



Por este sistema integrado, a administração presta contas aos acionistas por meio de relatórios financeiros sob a forma regulada pela CVM. O Conselho monitora a administração, escolhe e destitui administradores, determinando seu pacote de remuneração. E a administração se reporta ao Conselho, com o intuito de propor estratégias e novos investimentos e informar sobre o desempenho da companhia.

A relação mais frágil é a terceira e última, entre acionistas e conselheiros. Ela compromete o equilíbrio do sistema do triângulo. Os acionistas têm pouco ou nenhum acesso ao processo decisório do Conselho, o que inviabiliza a aferição do desempenho dos integrantes que os próprios acionistas elegeram. O Conselho, por sua vez, não sabe se por falta de interesse ou de procedimento, não está ciente das questões fundamentais que os acionistas gostariam de ver abordadas. Ou seja, não sabe o que os acionistas querem, assim como os acionistas não sabem o que ele delibera.

A discussão é relevante também para o caso brasileiro, apesar de o artigo citado se basear na estrutura societária do mercado americano (grau máximo de dispersão acionária). Novamente, a primeira relação que sobressai é a de acionistas minoritários e conselheiros.

Também nas companhias de controle compartilhado (já comuns no cenário brasileiro), alguns controladores serão menos "controladores" do que outros. Estará reproduzido o relacionamento distante e ineficaz com o Conselho.

Os conceitos-chave comuns a todos os códigos e manuais de governança no Brasil são transparência, *accountability* (prestação de contas/responsabilidade) e alinhamento de interesses entre os três personagens (acionistas/conselheiros/executivos). Na relação acionistas-conselheiros, todos esses conceitos-chave encontram-se insatisfatoriamente abordados pelas regras e padrões vigentes.

No quesito alinhamento de interesses, a adoção de um plano de *stock option*, ou de aquisição financiada de ações para os conselheiros, não resolve todos os problemas (como é de se esperar na relação executivos-acionistas). É algo que se constata ao abordar os incentivos dos conselheiros.

A pergunta é: por que alguém decide integrar um Conselho num país em que a remuneração dos conselheiros não é o ponto forte? A resposta está na experiência profissional adquirida, na construção de uma reputação na comunidade de negócios e no desejo de cooperar com o desempenho de uma companhia. Ou seja, muitos "benefícios" independem do preço da ação. São os incentivos que prevalecem, embora se deva levar em conta a propriedade de ações pelos membros do Conselho. Ela também desempenha papel importante para o alinhamento de interesses com os acionistas.

Nos quesitos transparência e *accountability*, a relação acionistas-conselho é bem mais tumultuada. Pela legislação brasileira, atas de reuniões só são publicadas em caso de deliberação oponível a terceiros. Como tais casos são raros na rotina das empresas, os votos dos conselheiros não se tornam públicos. Ignora-se como cada membro se comportou em determinada matéria. Ou seja, os acionistas que elegeram os membros do Conselho não têm idéia de como são representados.

É coisa que se opõe a toda a lógica do sistema. O que aconteceria se todas as votações do Congresso se dessem em regime fechado?

Num sistema democrático, a informação sobre o voto dos deputados permite que eleitores julguem o desempenho de seus representantes. Do ponto de vista teórico, a análise desta performance comandaria as chances de reeleição. O mesmo raciocínio se aplica à eleição do Conselho. Como identificar o comportamento no mandato anterior sem acesso a discussões ou votos nas diferentes matérias?

Acionistas também têm sua parcela de responsabilidade. Eles raramente deixam claras suas preferências, e não participam da escolha dos membros dos Conselhos.

De nossa parte, temos tido mais companhia nas assembleias gerais ordinárias. Por outro lado, encaramos esta participação com algum ceticismo - especialmente quando acionistas acompanham votos sem se certificar de que o nome indicado vai de fato agregar valor ao Conselho.

A omissão dos acionistas coloca os conselheiros numa sinuca de bico.

Eles são escolhidos por acionistas cujas preferências não estão claras e que raramente fornecem *feedback*. Isso dificulta a quebra do "esquema de clube" dos Conselhos. O clima geral de cordialidade desafia a mudança de cultura. Torna-se extremamente complexo discordar, de modo a agregar valor e ganhar respeito.

Outro artigo, também da *Harvard Business Review* (*What makes Boards great*, de setembro de 2002), aborda de forma brilhante a boa dinâmica de grupo no Conselho.

Os autores defendem que as novas regras de governança para os Conselhos não são suficientes para garantir que cumpram sua função. Os aspectos mais relevantes seriam justamente o respeito, a confiança e a franqueza entre seus membros. Apenas com estes elementos essenciais é possível que a discordância saudável não seja encarada como deslealdade.

Incentivos adequados são inversamente proporcionais à acomodação e à leniência. Se conselheiros representam acionistas que não oferecem "cobertura", a relação custo-benefício de discordar é muito negativa. Ao contrário, se acionistas são mais claros em suas demandas, fica mais fácil para os conselheiros se

opor a uma decisão prejudicial - haverá sempre a justificativa "elegante" de que a deliberação vai contra interesses óbvios dos acionistas.

A luz do sol é o melhor dos desinfetantes. A idéia mais inovadora do artigo da HBR é reportar os votos de quem é candidato à reeleição nos *proxy statements*. Importada a idéia para o Brasil, faz-se a pergunta: é possível determinar que os candidatos sejam conhecidos antes da assembléia e que, em caso de reeleição, informe-se como votaram em mandatos anteriores? Ou, se a regulamentação é inviável, a possibilidade pode constar dos estatutos?

O primeiro contra-argumento a uma maior transparência nos votos dos conselheiros é que a publicidade produzirá resistência e dificuldade para atrair bons nomes. A criação de um arquivo público de votos pode aumentar a quantidade de processos judiciais contra os membros.

É uma possibilidade real, mas que também pode funcionar em direção contrária. Isto é, proteger determinado membro dissidente de uma decisão que posteriormente se prove prejudicial à companhia. É até possível imaginar que bons nomes recusariam o cargo por conta dos riscos de publicidade e processos judiciais.

A questão é que, neste caso, fica difícil entender por que bons nomes aceitam participar de altos cargos de Governo. A situação é análoga: remuneração baixa, alta publicidade e a grande possibilidade de processos judiciais uma vez cumprido o tempo de "serviço ao país". Nem por isso pode-se dizer que há escassez de bons nomes em cargos públicos. É evidente que muitos "bons nomes" vão recusar pelos motivos expostos. Outros aceitarão também por motivos já citados (construção de reputação, realização de bom trabalho, aquisição de experiência etc). O artigo da HBR argumenta que os bons profissionais querem ser responsabilizados por seus atos.

Outro contra-argumento é o de que publicar votos não resolve, porque a maioria das atas indica que as decisões foram tomadas por unanimidade. É caso de perguntar se há debate suficiente, e se não há necessidade de renovação com a escolha de membros com perfis diferenciados e complementares entre si. Ou se eles não mudariam seus votos, uma vez cientes de que se tornariam públicos.

Enfim, a publicidade dos votos pode ser polêmica. Talvez sequer seja passível de regulamentação legal. Certamente não seria a primeira nem a última vez que companhias adotariam procedimentos além do que reza a Lei para atingir maior transparência e aumentar seu valor.

Uma primeira sugestão é aproveitar a oportunidade oferecida pelas assembléias para converter o evento num fórum entre acionistas, conselheiros e executivos. A exemplo do que se observa fora do Brasil, uma seção de "perguntas e respostas" entre os diversos *players* contribuiria para eliminar a ineficiência no sistema do triângulo.

## CVM SAI NA FRENTE

No dia 19 de setembro de 2003, o Colegiado da CVM decidiu manter a regra da Instrução CVM nº 308/99, que estabelece a obrigatoriedade do rodízio de firmas de auditoria independente em companhias abertas, cuja vigência se inicia em maio de 2004.

A decisão é elogiável. A forma original da Instrução é a que melhor atende aos objetivos de contínua construção de um mercado de capitais saudável. A certeza de que o trabalho de uma firma de auditoria passará pelo crivo de concorrente deve servir para aumentar a confiabilidade do sistema.

É importante mencionar que a CVM foi razoavelmente inovadora ao estabelecer o rodízio. Este sistema ainda não é adotado nos principais mercados do mundo. É o tipo de inovação adotada exclusivamente no Brasil, e que costuma gerar algum ceticismo. Obviamente, só o tempo dirá o que melhor atende ao mercado.

Este pode ser um caso em que os demais mercados desenvolvidos vão copiar o modelo brasileiro.



A variação no valor de mercado das posições do IP-Participações em setembro foi de 4,1% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de fevereiro de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 676% em dólares, rentabilidade média de 21,6% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 10,4% ao ano em dólares e o CDI, de 15,5% ao ano em dólares.

O IP-Participações encerrou o período de janeiro a setembro de 2003 com valorização de 33,1%. A parcela de "longo prazo" do Fundo, sempre predominante (65% da carteira), contribuiu com mais de 60% da performance.

Sadia, Fosfertil e Perdigão responderam por 46% da evolução positiva das quotas nos últimos nove meses, com altas de 112%, 126% e 40% respectivamente.

A maior contribuição negativa ficou por conta de Coteminas, que impactou a performance em 1,8% (queda de 15% no ano). Conforme comentado no relatório do segundo trimestre, aproveitamos para aumentar a posição comprada em leilão de oferta secundária. Ele aconteceu em junho deste ano, a R\$ 190,00 por lote de mil ações preferenciais.

O cenário atual é ligeiramente desfavorável para a companhia. O câmbio valorizado prejudica as exportações, sem a contrapartida de um aquecimento da economia interna.

Ainda assim, permanecemos bastante confiantes no desempenho de longo prazo.

Acompanhamos Coteminas há bastante tempo. Admiramos a coerência entre discurso e caminho trilhado nos últimos anos. Os pilares do crescimento estão fincados, assim como os primeiros degraus da construção de uma multinacional têxtil brasileira.

Comentamos abaixo, com destaque especial, o desempenho no ano de duas companhias que contribuíram de forma relevante para a boa performance do Fundo: Perdigão e Suzano.

### PERDIGÃO

Estudamos Perdigão há longo tempo, o que tem permitido aproveitar as oportunidades.

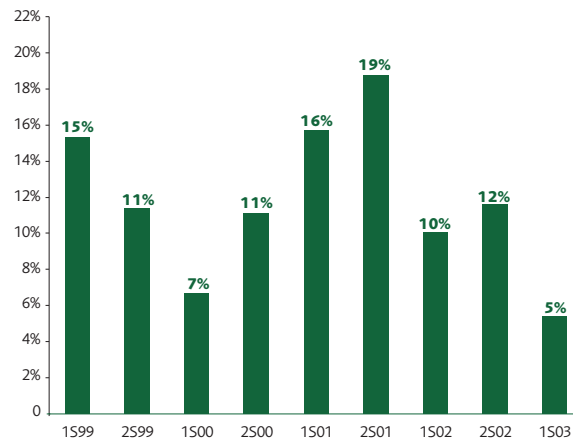
A volatilidade de resultados é normal, intrínseca às empresas do setor de alimentos. É fundamental entender a natureza desta volatilidade para identificar as distorções do mercado. Nos vales do ciclo, a rentabilidade cai. Nestas ocasiões, o presente assume ares de futuro. A "Miopia de Curto Prazo" do mercado tem dificuldade crônica em divisar o futuro.

O início do ano ofereceu uma janela de oportunidade clássica com as ações de Perdigão. Sempre acreditamos que se tratava de uma empresa de qualidade com fundamentos econômicos e societários em evolução positiva. Com a queda momentânea de rentabilidade, o preço de suas ações encontrava-se extremamente deprimido.

Nem sempre é fácil perceber que a queda devia-se a eventos cujo impacto era predominantemente de curto prazo.

Ao final do primeiro semestre, a companhia apresentou resultados ruins em função do momento do ciclo. Os custos, representados pelos grãos (milho e soja), atingiram preços historicamente altos. Por trabalhar com ciclo de produção longo, Perdigão acabou por vender produtos com taxa de câmbio sensivelmente inferior à da compra dos insumos. No gráfico abaixo, verifica-se o impacto sobre a margem Ebitda.

## Margem Ebitda



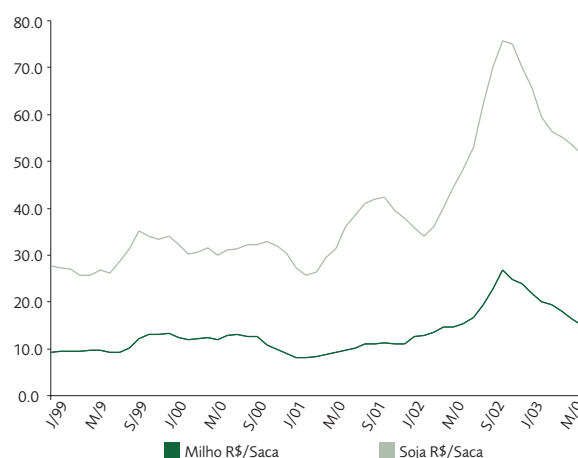
Os fatores negativos acabaram por mascarar a evolução positiva de volumes e preços. Os volumes vendidos para o mercado externo, mesmo com quotas/alíquotas impostas por países importadores, continuaram a crescer fortemente. E os preços, tanto no mercado interno como no de exportação, evoluíram positivamente ao longo do período.

Em resumo, apesar do resultado do primeiro semestre, fruto da pressão dos custos, a companhia apresentou acentuada evolução em volume e preços.

O mais importante agora é a percepção de que a rentabilidade no segundo semestre deverá apresentar avanço significativo.

A boa notícia é que efetivamente o ciclo começa a virar. Este é um dos poucos setores em que se consegue antecipar com sucesso resultados de curto prazo. Além de preços em franca recuperação, os custos declinam. Como podemos visualizar abaixo, os preços do milho e da soja já são bem inferiores aos dos últimos trimestres.

## Milho e Soja



## SUZANO

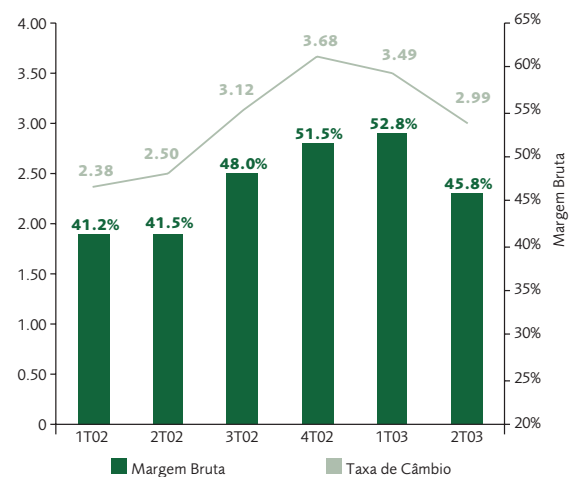
A depreciação do real em 2002 fez crescer o interesse por empresas exportadoras. Boa parte da carteira do IP-Participações já se aproveitava do novo cenário. Ainda assim, foi possível identificar oportunidade preciosa no setor de papel e celulose: Suzano.

A companhia é uma das maiores produtoras integradas do país. Seu mix está distribuído entre celulose de eucalipto, papéis de imprimir e papéis revestidos de alta qualidade. Em conjunto com Bahia Sul, sua controlada, exporta 55% da produção (a parcela vendida no mercado interno é largamente influenciada pelo câmbio). A companhia possui marcas importantes, como o papel "Report", e experimentou recente e profundo processo de reestruturação.

Em 2001, Suzano realizou o *spin-off* dos ativos do setor petroquímico. A iniciativa conferiu maior transparência corporativa e facilitou acesso ao mercado de capitais. No mesmo ano, adquiriu a participação da Cia. Vale do Rio Doce na Bahia Sul. Em 2002, realizou oferta pública que permitiu ampliar aquela participação para 94% do capital. A partir de então, concentrou esforços na aproximação com o mercado e no aproveitamento de sinergias entre as operações.

Apesar de todo o trabalho e do cenário favorável de câmbio, as ações da empresa permaneciam significativamente sub-avaliadas. A valorização de seus papéis permaneceu represada, enquanto outras empresas do setor apresentavam performance expressiva. O gráfico a seguir mostra o impacto positivo da depreciação do câmbio sobre a margem bruta consolidada.

## Suzano Bahia Sul



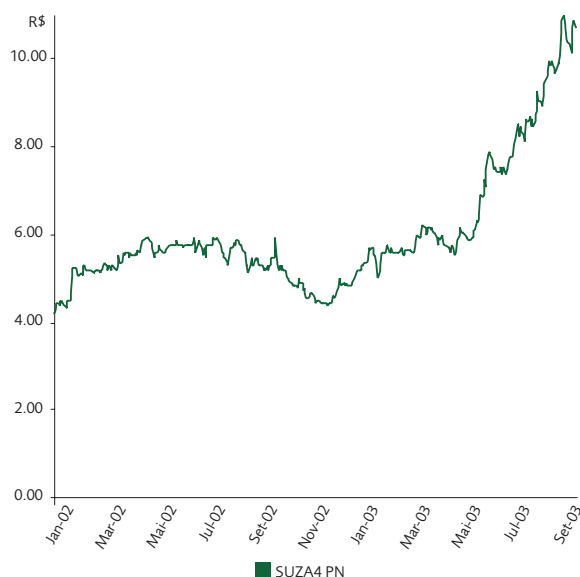
À medida que pesquisávamos os fundamentos de Suzano, aumentava a confiança de que havia uma distorção relevante entre preço das ações e valor justo. Foi o que nos levou a montar posição a partir do final de 2002 (ainda que pequena, tendo em vista a baixa liquidez das ações).

No mês de julho, foram divulgados os números do segundo trimestre. O resultado foi excelente, impulsionado pela recuperação dos preços de celulose e papel no mercado global. No caso da celulose, o preço médio em dólares foi 12,5% superior ao do semestre anterior. O Ebitda consolidado no trimestre ficou em R\$ 256 milhões, contra R\$ 188 milhões em 2002.

As ações já apresentavam apreciação expressiva (em torno de 50%) durante o primeiro semestre. Após a divulgação do resultado, a tendência de alta se acelerou, levando os preços a níveis 120% superiores aos do início do ano.

A convergência para o valor justo ocorreu mais rápido do que se esperava. Ao perceber que a distorção do final de 2002 estava corrigida, a posição do IP-Participações foi vendida com sucesso.

#### SUZA4 PN



#### ESTÁ NA HORA DE "REALIZAR LUCROS"?

A valorização acumulada de 43% do Ibovespa em 2003 leva alguns cotistas a questionar sobre a conveniência de realizar os lucros obtidos.

Como se sabe, a proposta da IP não é antecipar "perspectivas do mercado acionário".

Ainda assim, é importante destacar que a alta dos últimos meses foi apenas uma correção da queda exagerada dos últimos anos.

A bolsa brasileira permanece como uma das classes de ativos mais sub-avaliadas do mundo. O múltiplo de preço/lucro da Bovespa encontra-se ainda em torno de 7. É muito pouco. Ele situa-se em torno de 10 para mercados emergentes e de 16 para o mundo como um todo.

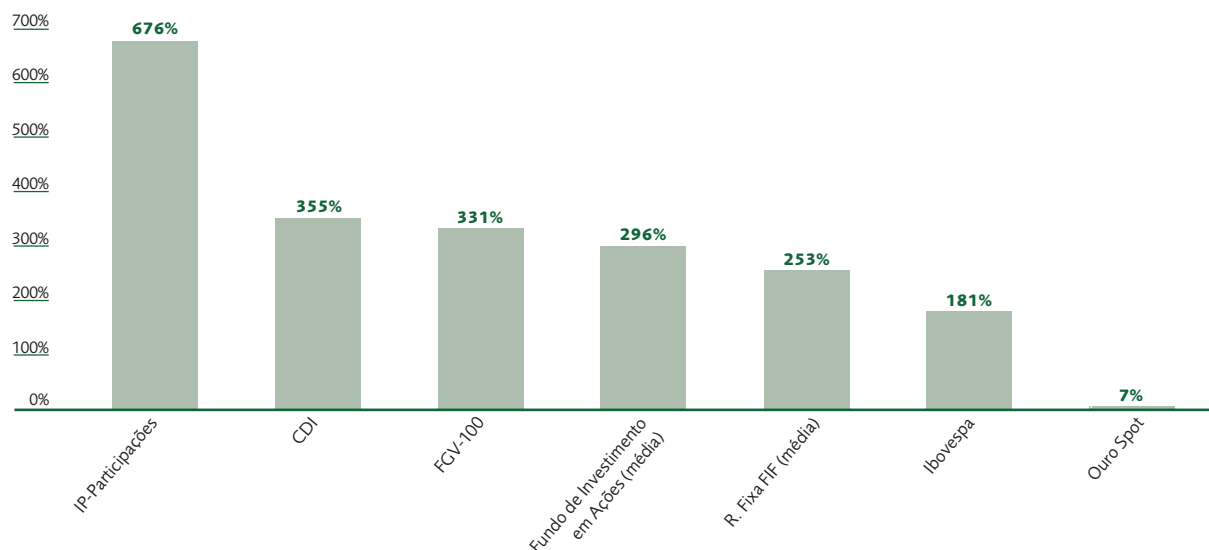
O mesmo Ibovespa, corrigido pelo IGP-M a partir de março de 2000 (antes da "derrocada" dos últimos três anos), se aproximaria hoje de 30.000 pontos. Só por este cálculo simplificado, a bolsa apresentaria ainda potencial de valorização de 80%.

O múltiplo de P/L do IP-Participações é hoje de 6. O desconto é ainda mais expressivo que o do Ibovespa. Note-se que as empresas que integram a carteira do IP-Participações são mais rentáveis, mais seguras do ponto de vista econômico e societário e suas ações embutem potencial de valorização maior do que as que compõem o Ibovespa.

Noutras palavras: continuamos bastante confiantes em relação ao desempenho do IP-Participações nos próximos anos.

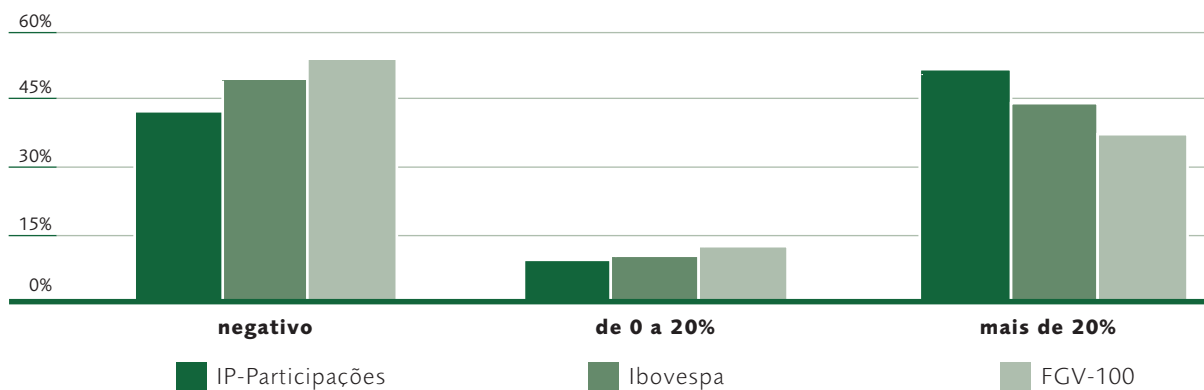
## Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93\* até 30/09/03)



## IP Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de Retornos Anuais ("trailing" diário de 26/02/93\* até 30/09/03)



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%	53,20%	6,70%	45,32%	60,98%	13,98%
1997	-10,80%	34,47%	-4,08%	-4,20%	44,43%	3,03%
1998	-25,50%	-38,42%	-31,49%	-19,39%	-33,35%	-25,85%
1999	105,70%	69,49%	116,53%	204,39%	150,95%	220,49%
2000	2,86%	-18,08%	-2,65%	12,45%	-10,47%	6,42%
2001	-6,95%	-23,98%	-8,80%	10,39%	-9,79%	8,17%
2002	-28,41%	-46,01%	-24,15%	9,01%	-17,80%	15,49%
Acumulado 2003	61,09%	73,20%	81,39%	33,15%	43,16%	49,93%
Setembro 03	5,70%	8,81%	10,36%	4,06%	7,12%	8,65%
Desde 26/02/93 (*) (**)	675,60%	181,43%	330,61%	-	-	-
Retorno anualizado (*)	21,56%	10,36%	14,93%	-	-	-
Volatilidade histórica (***)	25,43%	44,20%	29,64%	-	-	-

(\*) Início da Gestão pela Investidor Profissional  
 (\*\*) A rentabilidade do fundo é líquida das taxas de performance e administração  
 (\*\*\*) Indicador estatístico que quantifica riscos. 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 Quota em 30/09/03

R\$ 3,951411

USD 1,352992

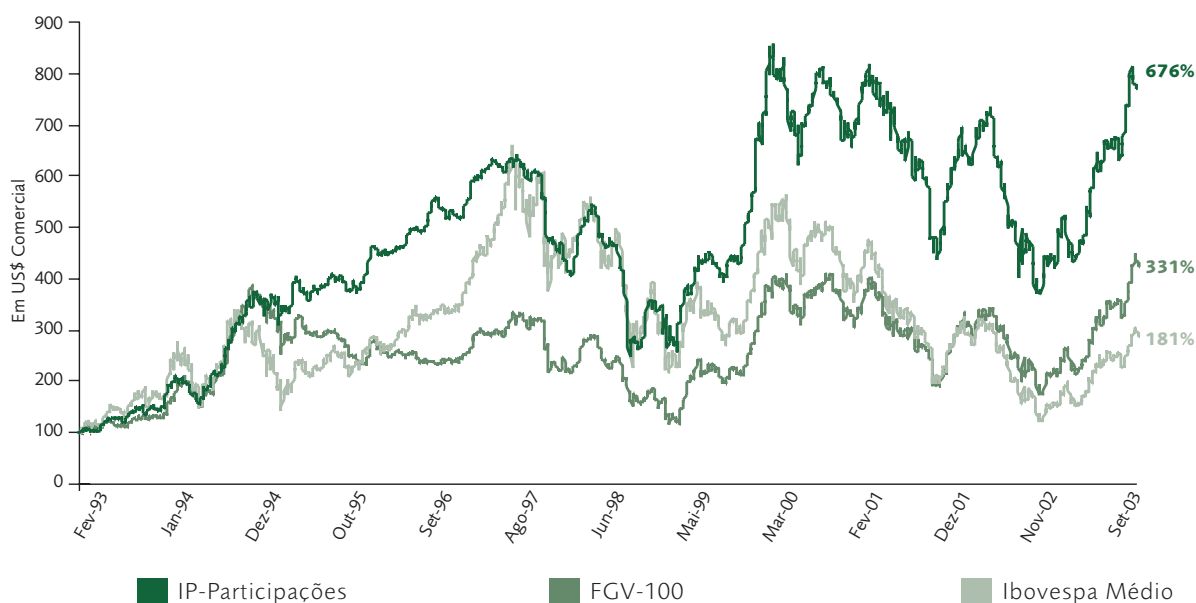
Patrimônio Líquido (mil)

R\$ 112.242

USD 38.394

## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade Acumulada (US\$) de 26/02/93\* a 30/09/03



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

## INFORMAÇÕES

### Aplicação

- Mínimo inicial: R\$ 100.000,00.
- Mínimo adicional: R\$ 20.000,00.
- 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\$ 100.000,00 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 quotas:** a quantidade de quotas adquirida será calculada pela quota do dia útil seguinte à disponibilidade dos recursos.

### Resgate

- Mínimo: R\$ 20.000,00.  
Se na solicitação de resgate, o saldo remanescente ficar inferior a R\$ 100.000,00, o resgate deverá ser total.
- Cálculo do resgate: é feito pela quota 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 Quota

- Diariamente no caderno Finanças & Mercados da Gazeta Mercantil, no ranking dos Fundos FITVM, também disponível pelo Disque-quotas: 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 distribuído por:

**Banco Itaú S.A.** 

Este fundo é auditado por:

**PRICEWATERHOUSECOOPERS** 

Este fundo é custodiado por:

 **Mellon**  
Mellon Brascan



A quota do IP-Value Global apresentou variação líquida de -0,4% no 3º trimestre de 2003. Desde o início das atividades (8 de agosto de 2001), o Fundo acumula variação de 9,9%, contra -12,8% do S&P 500 e 3,2% do Russel 2000<sup>1</sup>.

### DOIS ANOS DE IP-VALUE GLOBAL

No último mês de agosto, o IP-Value Global completou dois anos de atividades. O tempo é curto, mas autoriza algumas conclusões.

#### 1. Potencial de investimento

Em primeiro lugar, estamos certos de que os mercados acionários dos países do G-7 apresentam oportunidades significativas para investidores com o nosso perfil. Acreditamos que experiência em análise de empresas, bom senso, disciplina, conservadorismo e, acima de tudo, utilizar um horizonte de investimento diferenciado permitem construir um *portfolio* altamente rentável.

Os resultados de dois anos já apontam nesta direção.

O acumulado de 9,9% líquidos de todos os custos é fruto de uma rentabilidade bruta dos investimentos em ações da ordem de 35%. A diferença se deve ao conservadorismo adotado no período, que se refletiu em baixa parcela investida em ações (mínimo de 15%, máximo de 38% ao longo desses dois anos).

É fato que uma exposição maior até poderia se traduzir em resultados mais expressivos. De todo modo, estamos certos de que a postura adotada foi correta, como se verá no item abaixo. Alcançou-se a valorização citada investindo em ações num período em que o S&P 500 acumulou queda da ordem de 13%. Sob qualquer prisma, um desempenho que confirma que estamos no caminho certo.

#### 2. Nível de preço dos mercados de ações em geral

Vive-se, desde o início das atividades do IP-Value Global (agosto de 2001), um período de acontecimentos relevantes e alta incerteza. São exemplos: o atentado terrorista de 11 de setembro, a instabilidade geopolítica no Oriente Médio, a crise de confiança com os escândalos corporativos nos EUA e a Guerra do Iraque.

Também identificamos fundamentos "não tão positivos" para a principal economia do mundo. Dentre eles a crescente alavancagem dos consumidores, os planos de pensão deficitários, o crescente rombo das contas públicas, etc..

Num cenário em que os fundamentos apresentam riscos evidentes, uma premissa básica da nossa filosofia de investimentos é que os preços devem ser atraentes a ponto de oferecer relação risco/retorno minimamente aceitável.

Infelizmente, foram poucos os momentos em que os mercados acionários do G-7, principalmente o americano, atingiram patamar de preço interessante nos últimos dois anos. Só em outubro de 2002 e março de 2003 conseguimos identificar um número relevante de ativos de qualidade negociados a preços condizentes com a incerteza e o risco reinantes.

Procuramos manter inalterada a disciplina e seguir nossa proposta de investimento. Ou seja, **investir apenas quando há potencial de valorização expressivo e margem de segurança aceitável**<sup>2</sup>. Atualmente essa não tem sido tarefa das mais fáceis. Temos encontrado bons investimentos (ver seção carteira), mas num ritmo mais lento diante do nível geral de preços. Isso se traduz no **baixo percentual comprado, da ordem de 20%**.

Por um lado, causa angústia permanecer com elevada parcela em títulos do Tesouro. Por outro, estamos certos de que a decisão é correta dado o escopo do Fundo - não só como gestores mas também como investidores relevantes do IP-Value Global.

<sup>1</sup> De acordo com o primeiro relatório de gestão do Fundo, a comparação com os índices é meramente ilustrativa, principalmente em períodos mais curtos (inferiores a três anos). A meta do Fundo é obter rentabilidade líquida para o cotista de 15% a.a., a cada período de cinco anos.

<sup>2</sup> A convicção é respaldada por uma série de situações similares no Brasil, em que a disciplina foi fundamental para alcançar bons resultados com o IP-Participações.

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

### 3. Evolução do aprendizado nos mercados internacionais

A evolução como investidores nos mercados internacionais tem superado nossas expectativas mais otimistas. Mesmo "novatos", tomamos decisões consistentes e coerentes. Os resultados têm sido encorajadores (conforme descritos no item 1). Estabelecemos contatos de alto nível com empresas e investidores, e acreditamos dispor de todas as condições para nos tornar investidores "first class". Bastam tempo e dedicação.

#### Conclusão

Se por um lado ficamos animados com tudo que foi alcançado nesses dois anos de IP-Value Global (resultado dos investimentos, contatos estabelecidos, evolução como investidores, etc.), por outro o fato é que, dado o atual patamar de preços, temos encontrado dificuldades em identificar investimentos com boa relação risco retorno. Por conta disso, nossa capacidade de investimento está alocada em parcela pouco relevante do Fundo.

Como estamos certos de que, dada a filosofia de investimentos proposta *vis a vis* o atual patamar de preços, a postura é correta, estudamos alternativas racionais. É possível que se amplie o escopo do Fundo - outros setores, outros países. Admite-se a adoção de instrumentos de proteção para os investimentos, o que incluiria *hedge* da posição comprada com posições vendidas em contrapartida.

Enfim, procuramos transformar o *know how* construído gradativamente nos mercados internacionais em maior exposição às nossas decisões de investimento.

Evidentemente, a implementação de qualquer modificação na filosofia de investimentos e/ou no escopo de atuação do Fundo será precedida de uma comunicação formal e tempestiva aos investidores.

#### CARTEIRA

A carteira sofreu pouca alteração ao longo do trimestre.

De todo modo, alguns investimentos merecem destaque.

#### Electronics Boutique

Electronics Boutique é uma cadeia de varejo especializada na venda de produtos relacionados a entretenimento eletrônico (*video games*). Seu faturamento é de cerca de US\$ 1,5 bilhão/ano, através de lojas localizadas em *malls* e *stripcenters* nos Estados Unidos e países da Europa.

Acompanhamos a empresa há quase dois anos. É um bom ativo, com vantagens competitivas relevantes<sup>3</sup> e sustentáveis. Sua rentabilidade sobre o capital empregado é excelente (superior a 30%). A estrutura oferece alinhamento de interesses muito positivo entre os *insiders* e acionistas e excelente margem de segurança operacional, com caixa da ordem de US\$ 120 milhões (e sem dívida).

O desempenho de vendas ruim no Natal de 2002 fez despencar os preços das ações - de US\$ 31 para US\$ 12. Em menos de 2 meses! Como resultado, montamos posição em janeiro de 2003. Fizemos isso com as ações negociadas a US\$ 13,5, equivalente a um valor de mercado de US\$ 330 milhões.

A oportunidade era ótima. Comprávamos uma empresa de qualidade, com vantagens competitivas, crescimento a taxas superiores a 15% a.a., caixa líquido de US\$ 120 milhões, alto *insider ownership* a múltiplos de *EV/Sales* inferiores a 20% e P/E inferior a 10.

A ação se recuperou muito rapidamente com a notícia de que as vendas apresentaram ligeira melhora nos primeiros meses de 2003. Em junho, vendemos nossa posição a um preço médio de US\$ 22,8.

A ação chegou a ser negociada por mais de US\$ 30 no último trimestre - o que não invalida o acerto da escolha ou os ganhos auferidos.

Esse caso ilustra um fato muito importante para o IP-Value Global: o mercado costuma superestimar informações relacionadas a fundamentos de curto prazo. Nossa opinião é de que o valor real da companhia variou muito pouco nos últimos 12 meses. As oscilações de vendas não foram tão relevantes para justificar a queda de US\$ 31 para US\$ 12 em apenas dois meses. Também não justificam a recuperação total e igualmente abrupta dos cinco meses seguintes. Enfim, para o investidor que conhece bem os fundamentos, essas oscilações oferecem oportunidade de obter excelente rentabilidade com baixo risco.

<sup>3</sup> É um dos poucos *specialty retailers* que consegue competir "frente a frente" com as grandes lojas de desconto. Graças a uma série de fatores inerentes ao sub-setor (videogames), os *discounters* não conseguem vender os produtos por preços inferiores aos praticados pelos *specialty retailers*. Assim sendo, a melhor localização e, principalmente, o melhor serviço dos especializados (como é o caso da EB Games) se transformam em vantagem competitiva relevante.

## Abercrombie & Fitch

Voltamos a comprar posição. A empresa apresenta um dos melhores históricos de resultado (senão o melhor) dentre as que analisamos nesse setor. Nos últimos anos, a companhia apresentou grande consistência de margens, estoques e resultados. Nem mesmo as vendas de mesmas lojas negativas nos últimos dois anos impediram que a empresa apresentasse o impressionante histórico de 26 trimestres consecutivos de crescimento do lucro por ação.

Na nossa avaliação a Abercrombie é uma empresa de grande qualidade, marca forte e gestão excelente. O desempenho de vendas negativo dos últimos trimestres não altera este tipo de percepção. Como investimento, a empresa oferece margem de segurança relevante. A margem operacional é elevada (uma das mais altas do varejo, da ordem de 20%), apresenta caixa líquido de US\$ 400 milhões e o múltiplo de negociação é atraente: aproximadamente 13 vezes o lucro estimado para 2003. Apesar do risco moda, a ação oferece excelente relação risco/retorno nos patamares de preços atuais.

## Tesco

Tesco é a maior cadeia de supermercados da Inglaterra. Trata-se de um ativo excelente, com vantagens competitivas destacadas e *management* experiente, comprometido e capaz.

Características específicas do mercado inglês fortalecem a posição competitiva dos *players* estabelecidos. Ao contrário do que acontece em grande parte do território americano, os espaços já estão ocupados. Além disso, a regulamentação é rigorosa, o que limita o potencial de abertura de novas lojas.

Ou seja, a vantagem competitiva do maior *player* estabelecido é expressiva.

Em paralelo, a empresa opera modelo baseado em preços competitivos (semelhante ao da Wal-Mart, nos Estados Unidos). Por apresentar a estrutura de custos mais eficiente do setor, Tesco é ao mesmo tempo competitiva em preços e muito rentável. Guardadas as devidas proporções, é uma espécie de Wal-Mart inglesa.

Noutras palavras, a empresa é excepcional e está cheia de grandes atrativos. É uma personagem ligeiramente diferente do nosso padrão, com faturamento de 26 bilhões

de libras (avaliada em 16 bilhões de libras em bolsa). Ainda assim, identificamos boa oportunidade nos últimos meses.

Resultado: compramos 3% do Fundo em ações da Tesco. Os preços se mostraram muito atraentes diante da qualidade da companhia, das perspectivas de crescimento e dos retornos apresentados (15 vezes o lucro estimado para 2003).

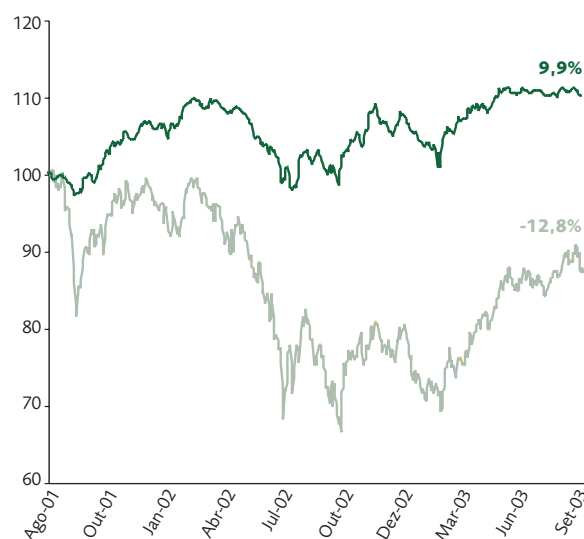
## PERSPECTIVAS

Como descrito acima, temos conseguido encontrar boas oportunidades de investimento, mesmo que não sejam abundantes em número. Assim sendo, temos uma carteira com baixo percentual comprado, mas com ativos que acreditamos muito promissores e defensivos como investimento.

Daremos continuidade aos estudos descritos na conclusão da seção inicial e manteremos nossos investidores informados ao longo dos próximos meses.

## IP Equities Value Global x S&P 500

Rentabilidade Acumulada (US\$) de 08/08/2001 a 30/09/2003.  
(Base 100 em 08/08/2001)



## ALEATÓRIAS

---

- *"Often, there is no correlation between the success of a company's operation and the success of its stock over a few months or even a few years. In the long term, there is a 100 percent correlation between the success of the company and the success of its stock. This disparity is the key to making money; it pays to be patient, and to own successful companies".*  
- Peter Lynch em Beating the Street

- *There is one point on which there can be no disagreement: asset prices cannot be justified by merely using the argument that there will be other investors around willing to pay a higher price in the future. That is the equivalent of playing a very expensive game of musical chairs in which, before playing, every investor has to answer the question "where will I be when the music stops?"* - Prof. Aswath Damodaran on Valuation

- *"The fact that stocks, in contrast to bonds or bills, have never offered investors a negative real holding period return yield over periods of 17 years or more is extremely significant. Although it might appear to be riskier to hold stocks than bonds, precisely the opposite is true: the safest long-term investment for the preservation of purchasing power has clearly been stocks, not bonds".* - Stocks for the Long-Run - Jeremy Siegel

*Morgan Stanley initiated coverage of many homebuilders, such as Lennar (NYSE: LEN) and D.R. Horton (NYSE: DHI), with its ridiculous "overweight," "underweight," and "equal weight" recommendations. All this silly wordplay begs the ultimate quandary. If Morgan Stanley finds shares of Weight Watchers (NYSE: WTW) attractive, is it bold enough to slap it with an "overweight" rating?*

---



# INVESTIDOR

PROFISSIONAL

Sócios:

Roberto Vinhães

Christiano Fonseca Filho

Maurício Bittencourt

Pedro Chermont

João Emílio Ribeiro Neto

Isabella Saboya

Av. Ataulfo de Paiva, 255 / 9º andar - Leblon  
22440-030 - Rio de Janeiro - RJ - Brasil  
Tel. (55 21) 2540 8040 - Fax (55 21) 2540 8019  
faleconosco@investidorprofissional.com.br  
www.investidorprofissional.com.br