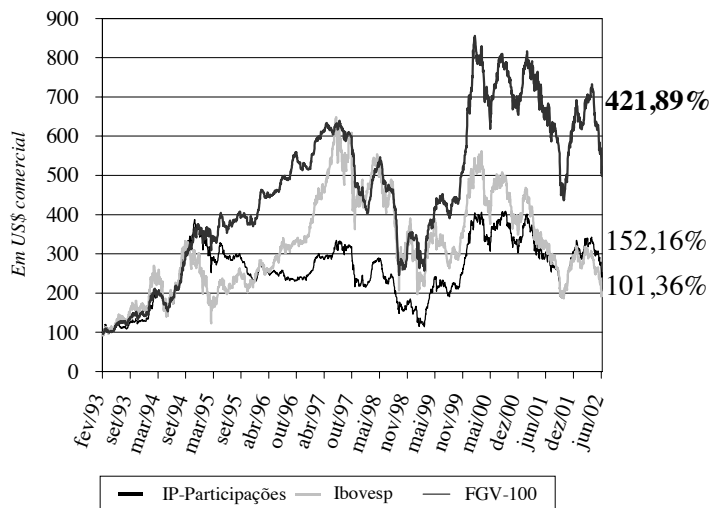


IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade acumulada (US\$) de 26/02/93* a 28/06/02



(*) Início da gestão Investidor Profissional

Fontes: Anbid, Bovespa e FGV

Patrimônio (mil) em 28/06/02: R\$ 90.375 / US\$ 31.773

Valor da cota em 28/06/02: R\$ 2,589537 / US\$ 0,910398

Sumário

- Nos mercados de derivativos, a irracionalidade da contraparte é uma inimiga poderosa, enquanto num fundo de ações não alavancado como **IP- Participações** a irracionalidade do mercado é uma colaboradora importante.
- O perfil das empresas que compõem a carteira do fundo proporciona ao cotista enorme segurança no que se refere à “preservação do valor” das empresas. Mesmo que o cenário seja de intensa turbulência.

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 do Fundo IP-Participações. Apesar de todo o cuidado, tanto na coleta quanto no manuseio das informações apresentadas, a Investidor Profissional não se responsabiliza pela publicação accidental 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.

A variação no valor de mercado das posições do **IP-Participações** em Junho foi de -6,37% em reais, líquida de todos os custos. Desde março de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o fundo acumula valorização de 422% em dólares, rentabilidade média de 20% ao ano em dólares.

A perspectiva de altos retornos, aliada ao baixo risco de perda de capital, permitiu a captação de grande volume de recursos por fundos de derivativos no Brasil. Os *hedge* funds foram igualmente bem-sucedidos mundo afora. Nos dois casos, confia-se no monitoramento proporcionado pelas ferramentas estatísticas poderosas de controle de risco de que esses produtos habitualmente dispõem.

Há gestores com excelentes históricos de performance no segmento. Mas obter uma boa relação retorno/risco é mais difícil do que parece com esses instrumentos. Quem não se lembra do Long Term Capital Management, para citar o mais famoso?

Os gestores de fundos de derivativos são, muitas vezes, obrigados a desrespeitar a lógica econômica. E também a contrariar convicções pessoais, diante das limitações operacionais a que estão submetidos. O alto nível de alavancagem desses fundos não permite simplesmente esperar que os preços convirjam para os fundamentos em momento futuro. Muitos gestores estão amarrados ao perverso paradoxo que torna mais seguro acompanhar a manada, mesmo que ela esteja correndo em direção ao abismo.

Essa limitação foi bem sintetizada por John Maynard Keynes, célebre economista britânico. Ele afirmou, há 75 anos, que “os mercados podem se manter irracionais por mais tempo do que você consegue se manter solvente”. Noutras palavras, mesmo que o gestor de um fundo de derivativos saiba que o dólar um dia cairá, o efeito alavancagem pode levá-lo à falência antes que ele prove que está certo. Basta que as pessoas continuem a acreditar que o dólar subirá.

Nos mercados de derivativos, a irracionalidade da contraparte é uma inimiga poderosa, enquanto num fundo de ações não alavancado como IP-Participações a irracionalidade do mercado é uma colaboradora importante.

O risco de investir em ações é tanto mais alto quanto maior a obsessão do investidor pelas variações diárias das cotações. Os gestores do **IP-Participações** sempre destacaram a importância de investir com horizonte de longo prazo em boas empresas. O pessimismo com o ambiente macroeconômico e a evolução das boas empresas criam excelente oportunidade para o investimento de longo prazo.

É interessante, de todo modo, comentar o risco em relação ao **IP-Participações**.

Ainda que se trabalhe com a hipótese de estarmos presenciando mais um momento de depressão dos mercados, que a qualquer momento será revertido, monitoramos constantemente os riscos a que estaremos submetidos em caso de prolongamento de cenário adverso.

O primeiro aspecto a analisar é que, como o fundo não utiliza instrumentos de alavancagem, o risco não está nas oscilações dos preços das ações. Ele está no impacto que uma eventual deterioração das variáveis macroeconômicas provocaria sobre o valor justo das empresas em carteira.

Num cenário como esse, a tão esperada convergência preço-valor se daria na contramão do esperado. Em lugar do preço da ação subir até atingir o valor justo, o valor justo diminuiria aproximando-se dos níveis em que as ações são negociadas. Por conta desse risco, optou-se por investir em empresas com capacidade de preservar ou até de aumentar seu valor intrínseco em momentos de turbulência. Também exigimos margem de segurança que proporcione retornos atraentes em meio a cenário de deterioração dos fundamentos.

Com base nestas reflexões, a Investidor Profissional decidiu quantificar o impacto de eventual deterioração no cenário econômico sobre o valor justo das empresas em carteira. Rea-

lizou-se pesquisa partindo do princípio de que qualquer deterioração adicional do cenário econômico se refletiria imediatamente na taxa de câmbio, de modo a provocar desvalorizações adicionais do real frente ao dólar. Verificou-se então o impacto primário que tal deterioração provocaria no VALOR JUSTO das empresas em carteira.

A pesquisa se dividiu em análise de “estoque” e análise de “fluxo”.

A análise de “estoque” tem como objetivo identificar o impacto de variações na taxa de câmbio nos ativos e passivos dolarizados das empresas. Se uma empresa possui dívidas em moeda estrangeira, e não dispõe de *hedge*, qualquer variação na taxa de câmbio impacta diretamente. Da mesma forma, se a empresa possui investimentos em ativos no exterior não *hedgeados*, e a taxa de câmbio se altera, a variação no valor desses ativos em reais impacta diretamente o valor justo.

Já a análise do “fluxo” é mais dinâmica. Busca mensurar os efeitos da variação cambial na geração operacional de caixa, líquida de impostos. Por exemplo, a Perdigão possui cerca de 40% de suas receitas e 20% de seus custos atrelados ao dólar. Quando o real se deprecia, a empresa apresenta aumento de margens e de geração de caixa. Os ganhos em geração de caixa proporcionam, evidentemente, crescimento do valor justo em reais.

O estudo combinou as análises descritas anteriormente, a fim de determinar o impacto de futuras variações na taxa de câmbio sobre o valor justo das empresas. Para efeito de simplificação, não foram considerados efeitos secundários como, por exemplo, o impacto de uma alta do dólar nas vendas de Coteminas no mercado interno. A simplificação não invalida as conclusões do estudo. Ele mostra que, para cada 10% de desvalorização cambial adicional a partir dos patamares de US\$ 1,00 = R\$ 2,65, o valor justo da carteira em reais cresce cerca de 7%. Em função do perfil dos balanços e dos resultados das empresas do fundo, conta-se com “*hedge*

natural” de aproximadamente 70% do valor da carteira em caso de deterioração do cenário macroeconômico.

Esse “*hedge* natural” é garantido pela concentração da carteira em empresas como Coteminas, Sadia, Fosfértil, Café Iguazu e Perdigão. Por manterem grande parte de suas receitas e pequena parte de seus custos denominados em dólares, elas tendem a experimentar crescimento significativo de seus valores justos quando o real se desvaloriza em relação ao dólar.

A tabela abaixo atesta o impacto no valor justo em reais de algumas empresas da carteira em cenário de desvalorização cambial adicional de 10% em relação ao patamar de US\$ 1,00 = R\$ 2,65.

Empresa	Variação do valor justo*
Café Iguazu	41%
Fosfértil	38%
Sadia	30%
Coteminas	11%
Saraiva	0%
Brasil Telecom	-4%
Telemar	-5%

* Consideradas as seguintes variáveis: 1) Variação em Reais do Faturamento – C.P.V. (custo dos produtos vendidos) anual atrelado ao dólar, líquido de impostos (considerando alíquota de 34%); 2) Impacto da variação do dólar nos ativos e passivos dolarizados das empresas.

Os impactos secundários de uma depreciação adicional da taxa de câmbio não foram considerados. Ou seja, nosso modelo é uma aproximação da realidade. Uma aproximação que não invalida a conclusão principal do estudo.

E esta conclusão é: o perfil das empresas que compõem a carteira do fundo proporciona ao cotista enorme segurança no que se refere à “preservação do valor” das empresas. Mesmo que o cenário seja de intensa turbulência.

Nunca é demais lembrar que nossa filosofia de investimento mira distorções relevantes

entre preço e valor das empresas negociadas na bolsa de valores. O risco dos investimentos não está na oscilação das ações que compõem a carteira. Está na possibilidade de o cenário macroeconômico se deteriorar a ponto de o valor justo das empresas diminuir. Em função desse risco, optou-se por investir em empresas com capacidade de preservar ou até de aumentar seu valor intrínseco em momentos de volatilidade.

Os resultados do estudo quantificam o que sempre se colocou em prática, uma filosofia que prioriza altos retornos absolutos no longo prazo e preservação do valor da carteira.

Carteira

Os gestores do fundo participaram de um seminário sobre o setor de varejo nos Estados Unidos. O evento permitiu acompanhar apresentações das maiores companhias de varejo daquele país.

A competição no mercado americano demanda eficiência próxima à perfeição. A disponibilidade de capital permite a criação de novas empresas todos os anos. Em contrapartida, quem erra desaparece rapidamente.

De tempos em tempos, o setor de varejo é inundado por um novo conceito. As empresas passam então a focá-lo ferozmente. Normalmente, o discurso é de que esses novos conceitos não são modismos, mas sim mudanças estruturais de grande importância.

Nos últimos anos, o varejo testemunhou duas grandes ondas. A maior parte dos varejistas dedicou-se obstinadamente a elas.

1. **Logística:** A partir da década de 80, investimentos na área geraram ganhos de rentabilidade fenomenais. Os esforços concentraram-se no aspecto operacional, com a adoção de sistemas integrados e construção de centros de distribuição.
2. **Foco no cliente:** Após a maturação dos investimentos em logística, as empresas de

varejo partiram para a construção de uma vantagem competitiva sustentável no longo prazo. Uma vantagem que não fosse replicável, se possível. Este diferencial competitivo seria alcançado graças à diferenciação na qualidade dos serviços e ao foco na qualidade do atendimento ao cliente (*The client is king*).

Como consequência da última onda, bem como do acirramento da competição, as empresas vêm se dedicando a conhecer profundamente seus clientes. Hoje, elas utilizam pesquisas extremamente detalhadas para o auxílio de cada decisão estratégica. Claro que pesquisas, como evolução dos índices demográficos (*demographics*), sempre foram bastante utilizadas como ferramentas. Mas hoje, todas, rigorosamente todas as decisões, desde abertura de novas lojas até o lançamento de produtos, são acompanhadas de pesquisas minuciosas.

Cada vez mais, o varejo deixa de ser apenas uma arte e incorpora características de ciência. Até mesmo no varejo de vestuário, onde a escolha do produto é fundamental, e muitas vezes baseada em *feeling*, a mudança parece acelerada. Claro que o sub-setor “vestuário” não vai se transformar em ciência exata, mas a tendência é de que, cada vez mais, pesquisas sejam usadas para minimizar as chances de decisões erradas.

Acabou a fantasia de Sam Walton (fundador da Wal-Mart) de voar em seu aviãozinho para escolher, “no olho”, os terrenos em que poderia construir suas novas lojas. As cadeias que cresceram em ritmo alucinante nas últimas décadas precisam, cada vez mais, apoiar-se em estudos quantitativos para identificar possíveis áreas de expansão.

Apesar da tendência recente, a ciência nunca vai substituir inteiramente a arte dos administradores. Varejo é arte. É também ciência. Concentrar-se exclusivamente num dos dois é perigoso.

Vale mencionar o imenso ganho de *market-share* das *discount-stores* nos últimos anos. De

modo geral, os participantes revelaram grande preocupação com esse avanço. Isso porque se torna evidente o sucesso do modelo de *discount*. Um sucesso que é fortalecido pelos ganhos de escala de tempos recentes. De modo geral, os prejudicados vêm focando em diferenciação e serviços. O desfecho parece imprevisível, mas é necessário encarar as *discount-stores* como concorrentes em TODOS os setores de varejo.

Abaixo, procura-se estabelecer breve paralelo entre o verificado no seminário e a realidade de algumas empresas brasileiras.

- Lojas Americanas: Ficamos animados com o foco quantitativo da empresa nos últimos anos (logística excelente, pesquisas, EVA por loja). Quanto ao aspecto “arte”, permanece como algo a aprimorar. A empresa possui vantagens competitivas imensas no curto prazo, tais como localização das lojas e logística. Ambas são replicáveis no longo prazo, desde que haja capital.
- Pão de Açúcar: Apesar de o setor de varejo de alimentos não estar presente no seminário, Pão de Açúcar não deixa muito a dever às empresas americanas. Investiu fortemente em infra-estrutura nos últimos anos e já conta com bases montadas para suportar futuros saltos de crescimento. Mantém como alicerce de sua cultura aprimorar o conhecimento do consumidor. A presença de marcas (cadeias) diferentes para cada tipo de mercado-alvo é a prova desta cultura. Não investimos na empresa por causa do preço impeditivo de suas ações, mas continuaremos a acompanhar bem de perto.
- Coteminas: O setor de vestuário respondeu por cerca de 15% das receitas de Coteminas em 2001. No seminário, assistimos apresentação da Gildan Activewear, companhia canadense produtora de roupas básicas com instalações industriais em Honduras. A Gildan enfrenta problemas no setor

em razão de uma parceria mal-sucedida com a Russel. Registrou, entre outras coisas, queda expressiva de *market-share* no segmento de camisetas. Coteminas conhece o risco do setor de vestuário nos EUA. Por isso escolheu a Springs - distribuidora de produtos para o lar - como parceira. Também não foi à toa que Coteminas transformou recentemente uma fábrica de vestuário na Paraíba em fábrica de produtos para o lar. O forte crescimento das *discount-stores* nos últimos trimestres e as perspectivas de evolução do segmento no setor de varejo são animadores. As *discount-stores* são o grande canal de venda dos principais produtos da companhia (cama, mesa e banho). Também acreditamos que as exportações para os EUA (via Springs) apresentarão forte crescimento nos próximos anos. Por tudo isso, nunca é demais repetir: continuamos bastante otimistas com a empresa.

Aleatórias

Os trechos abaixo foram traduzidos livremente do livro “Beating the Street”, de Peter Lynch. O autor é um dos gestores de renda variável mais bem-sucedidos do mercado americano. Ele foi, por 13 anos, responsável pela gestão do Magellan Fund, da lendária Fidelity.

- Quem não se importa com o ambiente macroeconômico, ignora o estado de espírito do “mercado” e investe regularmente em ações é mais bem-sucedido do que quem tenta acertar o *timing* de seus investimentos, investe em bolsa quando se sente confiante e desinveste quando desanimado.
- Haverá sempre algo com o que se preocupar. Ignore as últimas previsões catastróficas. Venda uma ação porque os fundamentos da companhia se deterioraram, não porque o céu está caindo.

- Ninguém pode prever taxas de juros, direção futura da economia ou do mercado de ações. Descarte previsões como estas e concentre-se no que está realmente acontecendo com as companhias em que você investiu.
- Uma queda nos preços das ações não constitui evento surpreendente. É um evento recorrente - tão corriqueiro quanto o ar gélido de Minnesota. Se você mora numa região de clima frio, provavelmente aguarda a chegada de temperaturas congelantes. Quer dizer, quando seu termômetro cai abaixo de zero, você não se precipita, não conclui que está diante da próxima Era do Gelo. Veste seu casaco, joga sal na calçada e lembra que, quando chegar o verão, estará quente lá fora. Um gestor de sucesso encara da

mesma forma as quedas do mercado de ações. Ele está pronto a passar por isso, e quando suas ações favoritas caem, solidárias com o mercado, agarra a oportunidade e as compra mais.

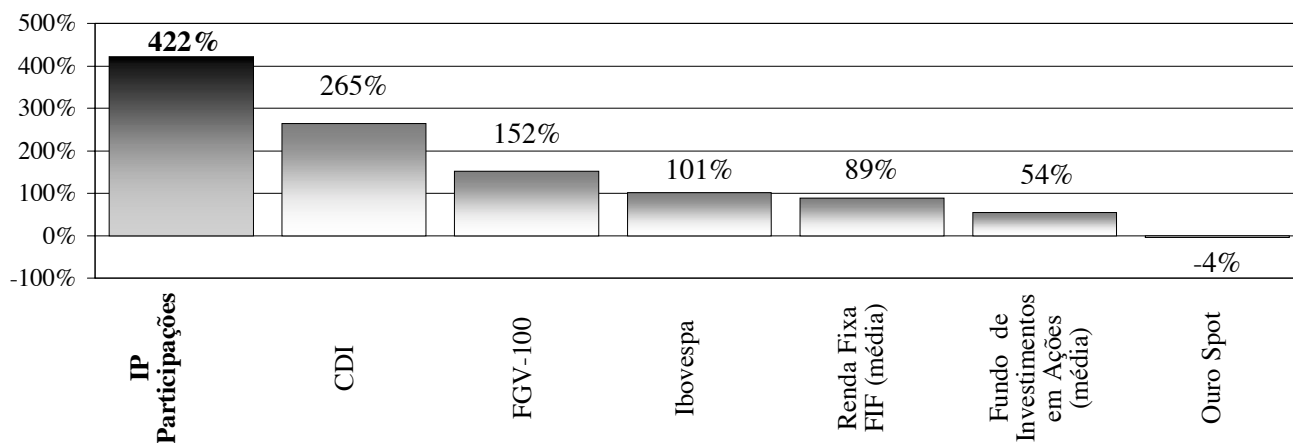
- Quando até os analistas estão entediados, é hora de comprar.

O trecho abaixo é de autoria de Barton Biggs, estrategista do Morgan Stanley, em relatório de junho de 2002.

- Meu ponto de vista é: se for esperar até que todos os indicadores estejam com sinal verde, que todas as estrelas se alinhem e que Júpiter se funda a Marte, você pode perder a oportunidade de comprar, isto é, perder a grande chance.

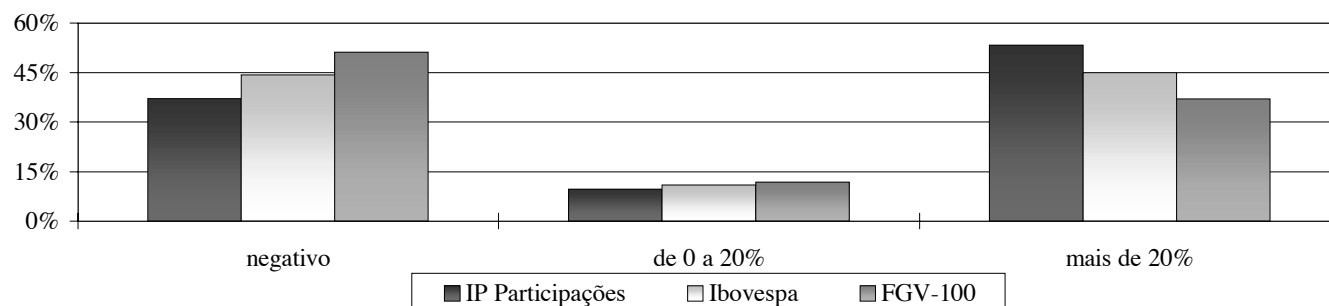
IP-Participações

Comparativo de rentabilidade acumulada (US\$) com ativos selecionados de 26/02/93* até 28/06/02



IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de retornos anuais "trailing" diário de 26/02/93* até 28/06/02



Período	Rentabilidade em US\$ Com.			Rentabilidade em R\$		
	IP-Participações ⁽¹⁾	Ibovespa	FGV-100	IP-Participações ⁽¹⁾	Ibovespa	FGV-100
1993 (desde 26/02*)	51,0%	65,4%	35,1%	-	-	-
1994	142,5%	59,6%	165,2%	-	-	-
1995	3,3%	-13,9%	-35,1%	18,8%	-1,3%	-25,6%
1996	36,0%	53,2%	6,7%	45,3%	63,8%	14,0%
1997	-10,8%	34,8%	-4,1%	-4,2%	44,8%	3,0%
1998	-25,5%	-38,5%	-31,5%	-19,4%	-33,5%	-25,9%
1999	105,7%	70,2%	116,5%	204,4%	151,9%	220,5%
2000	2,9%	-18,3%	-2,7%	12,5%	-10,7%	6,4%
2001	-7,0%	-25,0%	-8,8%	10,4%	-11,0%	8,2%
Junho-02	-17,0%	-23,2%	-17,4%	-6,4%	-13,4%	-6,8%
Acum.2002	-22,4%	-33,1%	-19,4%	-4,9%	-18,0%	-4,2%
Acum. desde 26/02/93*	421,9%	101,4%	152,2%	-	-	-
Volatilidade⁽²⁾	24,5%	48,1%	28,8%	-	-	-
Max.Draw-Down⁽³⁾	61,6%	69,63%	70,44%	-	-	-

(*) início da gestão.

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

(2) 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.

(3) Maior queda observada em US\$ comercial desde 26/02/93.

Fontes: Anbid, Bovespa e F.G.V.

Valor da cota em 28/06/02

R\$ 2,589537

US\$ 0,910398

Patrimônio Líquido (mil):

R\$ 90.375

US\$ 31.773

Av. Ataulfo de Paiva 255, 9º andar
Rio de Janeiro - RJ - Brasil - 22440-030
Telefone: (55 21) 2540-8040
Fax: (55 21) 2540-8018

faleconosco@investidorprofissional.com.br
<http://www.investidorprofissional.com.br>

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: 09318-2
Favorecido: Fundo IP Participações
CNPJ: 29.544.764/0001-20

- *Aplicações inferiores a R\$200.000 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, 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\$ 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.
- O investimento deve ser declarado mas não integra a base de cálculo da declaração anual.

Divulgação do valor da cota

- Diariamente no caderno Finanças & Mercados da Gazeta Mercantil, no ranking dos Fundos FITVM, ou ligue para o Disque-Cotas: (21) 2540-8022 ou consulte o nosso site.

(*) 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:

KPMG Peat Marwick

Este fundo é
distribuído por:



Mellon

Mellon Brascan