

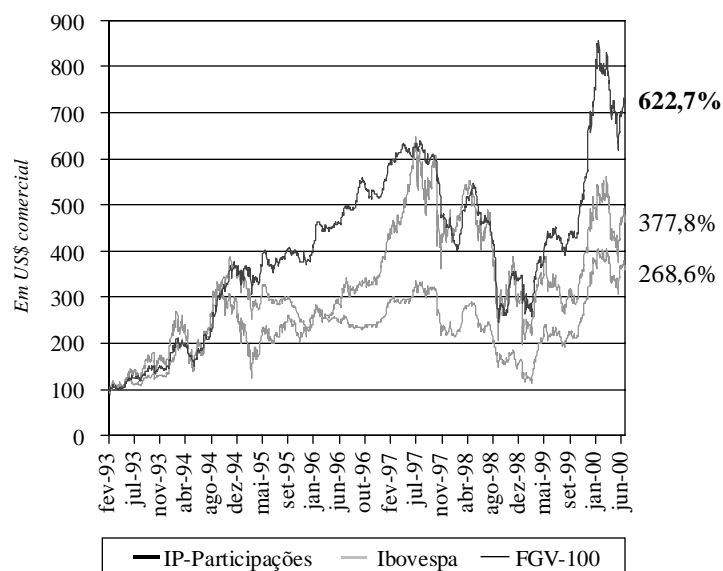
## IP-Participações

### Relatório de Gestão

J U N H O - 2 0 0 0

#### IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade acumulada (US\$) de 26/02/93\* a 30/06/00



(\*) Início da gestão Investidor Profissional

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

#### Sumário

- A queda nas taxas de juros brasileiras tem um impacto profundo e duradouro nas empresas do fundo. Vamos discutir o tema neste relatório.
- Também comentamos algumas operações recentes do fundo, envolvendo Caemi, Brahma e Copesul, além da nova aliança estratégica do Banco Itaú com a America On Line.

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** no mês de junho foi de 8,53% em reais, líquida de todos os custos. Desde março de 1993, início da gestão pela **Investidor Profissional**, o Fundo acumula valorização de 622,79% em dólares.

Junho reverteu praticamente todas as perdas de maio. Esta volatilidade já estava prevista em nossos relatórios anteriores, e tem pautado nossas decisões de investimento de prazo mais curto. As quedas são saudáveis por nos darem oportunidades de comprarmos empresas que admiramos a preços atraentes (vide Caemi e Brahma, na seção Carteira), ao mesmo tempo que reduzimos posições que eventualmente tenham caído menos.

Com relação às nossas posições de longo prazo, contudo, a volatilidade do mercado não tem impacto significativo. Continuamos trabalhando com nossas empresas na expectativa de criarmos valor que, no futuro, será reconhecido pelo mercado.

Na seção Perspectivas comentamos o impacto da redução de juros no mercado acionário, do ponto de vista fundamentalista.

## **Carteira**

### *Caemi*

Os leitores mais assíduos de nosso relatório se lembrarão de nossos comentários sobre Caemi. Consideramos que a empresa vem passando por uma mudança estratégica e administrativa significativa nos últimos anos. Além disso, a desvalorização cambial de 1999 significou uma mudança de paradigma para empresas com receitas atreladas ao dólar e custos em reais, como é o caso de Caemi.

Montamos uma posição significativa em Caemi no início de 1999, por entendermos que o

mercado não percebia estas mudanças. A empresa ainda estava sendo “punida” pela queda dos preços internacionais do minério de ferro, muito embora esta queda fosse muito inferior ao ganho de competitividade da empresa trazido pela desvalorização.

A progressiva melhoria de resultados ao longo de 1999, culminando com o aumento nos preços do minério para o ano 2000, provocou valorização expressiva nos papéis de Caemi. No momento em que não encontrávamos mais *upside* significativo para a ação, decidimos nos desfazer de nossa posição.

No final de maio, contudo, as ações de Caemi retornaram a um nível de preços muito atraente. Mais uma vez adquirimos um lote significativo, embora menor do que gostaríamos. Enquanto comprávamos, foi divulgada a compra da Samitri pela Vale do Rio Doce, a múltiplos muito superiores àqueles de Caemi em mercado. Esta operação, na realidade, determinou o início de um processo global de consolidação no setor de mineração. Este processo, por sua vez, levou à conclusão de que a Caemi seria um alvo natural para uma possível aquisição. Trata-se de uma das poucas empresas independentes de qualidade do setor. De fato, várias notícias publicadas nos jornais davam como certa uma associação entre a Caemi e a australiana North Ltd.

Pouco depois, foi anunciada a oferta de compra da North pela Rio Tinto, outra gigante do setor. Por um lado, esta oferta é mais um passo na consolidação do setor, mostrando que o processo é inevitável. Por outro lado, a oferta induz a uma série de considerações estratégicas entre compradores e vendedores de minério de ferro, o que pode atrasar eventuais negociações pela Caemi.

Conseqüentemente, o preço de Caemi subiu fortemente, e de forma mais rápida que gostaríamos. De qualquer forma, a empresa é um investimento atraente não só pela consolidação

do setor, mas por suas próprias características, que nos dão uma margem de segurança bastante elevada.

### *Itaúsa / Banco Itaú*

Neste mês, o Banco Itaú finalmente revelou uma parte fundamental de sua estratégia em Internet. O Banco fechou uma parceria com a America On Line Latin America (AOLLA), que unirá os esforços de ambas as empresas em Internet. Em troca, o Itaú receberá 12% do capital da empresa, que será negociada na Nasdaq, nos Estados Unidos.

Trata-se de uma forma bem interessante de alavancar as operações de Internet. A parceria com a AOLLA une a experiência da maior empresa do setor no mundo com o banco mais eficiente da América Latina. De início, a AOLLA terá acesso aos quase 1 milhão de clientes do Itaú que utilizam o sistema de *home banking*. Além disso, a AOLLA será responsável pelo desenvolvimento de serviços adicionais para estes clientes, liberando o Itaú para se focar naquilo que sabe fazer melhor: intermediação financeira.

Assim, o Itaú – que chegou a ser acusado de lentidão no que se refere à Internet – se torna o primeiro banco brasileiro a concretizar uma parceria significativa, transformando um ativo intangível (o valor de seus relacionamentos via Internet) em investimento concreto, que será avaliado pelo mercado norte-americano.

Mais uma vez, o Itaú mostra o resultado de um trabalho sem estardalhaço, com foco exclusivo na geração de valor para os acionistas.

### *Brahma / Ambev*

A aprovação pelo CADE da fusão entre Brahma e Antarctica, criando a Ambev, gerou uma oportunidade de investimento muito interessante. Brahma foi sempre uma empresa que desejamos ter em carteira, sobretudo diante de sua

qualidade e de seu histórico de resultados. O problema era um preço em bolsa proibitivo, que nos desviava para alternativas aparentemente mais atraentes.

A fusão com a Antarctica mudou este quadro. A Brahma terá agora a oportunidade de aplicar na antiga concorrente as práticas empresariais que a tornaram líder do mercado brasileiro e padrão de competitividade para as empresas de bebidas na América Latina. Sem contar a filosofia de geração de valor para o acionista...

Os ganhos de sinergia proporcionados pela operação foram estimados pela empresa em R\$ 500 milhões por ano. Embora seja difícil avaliar a precisão deste número a partir das informações publicamente disponíveis, nossa análise indica que ele é factível. Mais do que isso: pode até ser superado. E dado o histórico da Brahma em superar as expectativas do mercado, não vemos uma eventual superação desta meta como uma grande surpresa.

Com algumas premissas até conservadoras, chegamos a um valor justo para a Ambev que, pela primeira vez em muito tempo, justificou um investimento do fundo. Acreditamos que suas ações se valorizarão à medida que as sinergias se concretizem, fluindo para o resultado da empresa. Isso sem contar a possibilidade de novas aquisições em outros países<sup>1</sup>.

Dado o desconto entre ações ordinárias e preferenciais, montamos nossa posição em Brahma ON, nos posicionando para ganhos adicionais em caso de aprovação da Lei das SA.

### *Copesul*

Neste mês zeramos nossa posição em Copesul, com um lucro significativo. As ações da empresa têm apresentado forte alta nos últimos pregões, alimentadas em parte por boatos relativos à situação de seu controle acionário. Como nossa decisão de investimento não é baseada

---

(1) Enquanto este relatório era encaminhado para a gráfica, a Ambev anunciou a compra da segunda maior cervejaria do Uruguai. Embora seja uma aquisição relativamente pequena para o grupo, ela mostra a disposição da Ambev em consolidar sua liderança no mercado de bebidas das Américas.

nestes fatores, preferimos nos ater aos fundamentos para tomar nossas decisões de compra e venda.

Aos preços atuais, acreditamos que Ultrapar seja uma alternativa melhor dentro do setor, além de possuir outros atrativos tais como a operação de distribuição de gás, e a proteção ao acionista minoritário em caso de troca de controle (*tag along*).

## Perspectivas

O Banco Central “surpreendeu” o mercado neste mês com uma redução de 1 ponto percentual nas taxas de juros. É importante frisar as aspas acima, pois embora os analistas de plantão tenham se dito surpresos com o movimento, ele na verdade é compatível com a política monetária desenhada pela atual administração do Bacen.

Desde que assumiu, a direção do daquela instituição tem implementado uma política de *inflation targeting*. Em outras palavras, o objetivo da autoridade monetária é atingir determinados níveis de inflação: 6% em 2000, 4% em 2001 e 3.5% em 2002. Dados estes objetivos e o comportamento da inflação nos últimos meses, podemos afirmar que as taxas de juros nominais estavam em níveis altos demais. O resultado seria uma taxa de inflação em 2000 muito abaixo da meta do Banco Central. Sendo assim, nada mais lógico do que reduzir as taxas de juros.

Isto posto, vemos que a redução das taxas de juros é um processo que já caminha há bastante tempo. Pode-se até argumentar que o Banco Central trocou uma política de conservadorismo excessivo por certa agressividade na redução da taxa. Mas o importante é que ele está agindo dentro dos objetivos traçados, e respondendo às variáveis macroeconômicas que elegeu previamente.

O impacto da redução de juros no mercado acionário se dá por duas vias principais. A primeira é do fluxo de recursos financeiros, que migra da renda fixa para a renda variável em busca de retornos superiores. Mas este é um fenômeno de curto prazo, que não nos cabe analisar aqui.

No longo prazo, as taxas de juros são peça fundamental no quebra-cabeças da análise fundamentalista das empresas. O valor justo de uma empresa hoje é função de seu fluxo de caixa futuro, descontado a um determinado “custo de capital”. Este custo de capital, por sua vez, depende fortemente do “Risco Brasil”, que se reflete nas taxas de juros de **longo prazo**.

É importante salientar que os bancos centrais têm muito pouco – ou quase nenhum – controle sobre esta variável. E isto independe da força do banco central, seja ele o Fed americano, o BCE europeu ou o Bacen brasileiro. Os bancos centrais dispõem de instrumentos mais ou menos efetivos na definição das taxas de juros de **curto prazo**. Estas podem, quando muito, servir como um fator a mais na formação de expectativas que define a taxa de juros de **longo prazo**. Esta última sim, é a taxa relevante para se definir o custo de capital das empresas e, consequentemente, seu valor justo. É por isso que o valor justo tende a flutuar menos do que os preços das ações em bolsa.

O Brasil parece ter ingressado numa trajetória consistente de queda nas taxas de juros de longo prazo. A decisão recente do Bacen e a consequente reação calma dos mercados corrobora esta análise. Uma redução consistente no custo de capital das empresas brasileiras terá um impacto significativo no valor de suas ações – sobretudo daquelas com altas taxas de crescimento, nas quais boa parte do valor se encontra a alguns anos de distância<sup>2</sup>.

(2) O valor destas empresas é muito mais sensível às variações no custo de capital, uma vez que este custo é aplicado a cada ano de “distância” entre o presente e a geração de valor da empresa.

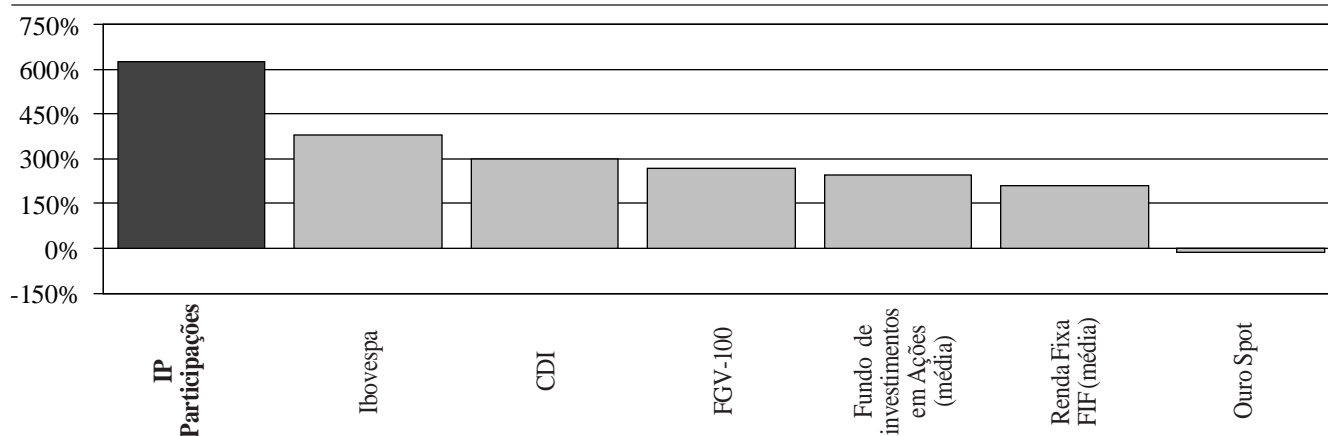
### *Aleatórias*

---

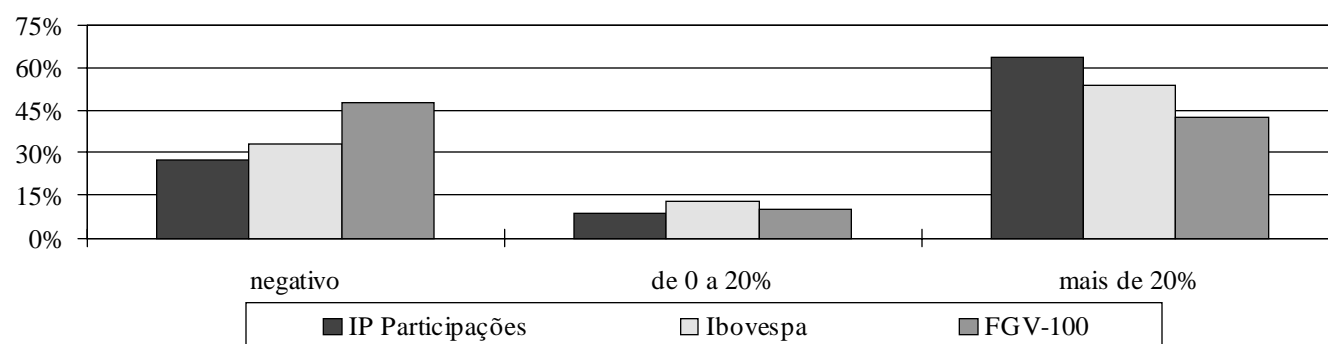
- O projeto de revisão da Lei das SA ficou para o segundo semestre, sobretudo por causa de pressões políticas que pouco têm a ver com a matéria. Esperamos que nossos parlamentares compreendam a importância da matéria para o mercado de capitais brasileiro e, conseqüentemente, para a capacidade de investimento do país.
- O processo de abertura da economia brasileira está apenas começando. Segundo a *The Economist*, somos o quarto país mais fechado do mundo. Nosso comércio exterior representa apenas 10,5% do PIB. Apenas três países apresentaram resultados piores: Myanmar, Burundi e Somália.

## IP-Participações

Comparativo de rentabilidade acumulada (US\$) com ativos selecionados de 26/02/93\* até 30/06/00



## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100 - Frequências de retornos anuais "trailing" diário - de 26/02/93\* até 30/06/00



Rentabilidade em US\$	IP-Participações <sup>(1)</sup>	IP-Participações Livre <sup>(4)</sup>	IBOVESPA	FGV-100
<b>1993 (desde 26/02*)</b>	51,0%	51,0%	65,4%	35,1%
<b>1994</b>	142,5%	142,5%	59,6%	165,2%
<b>1995</b>	3,3%	3,3%	-13,9%	-35,1%
<b>1996</b>	36,0%	36,0%	53,2%	6,7%
<b>1997</b>	-10,8%	-10,8%	34,8%	-4,1%
<b>1998</b>	-25,5%	-25,5%	-38,5%	-31,5%
<b>1999</b>	105,7%	105,7%	70,2%	116,5%
<b>junho-00</b>	10,1%	7,2%	13,5%	7,4%
<b>Acum.2000</b>	2,9%	1,8%	-2,7%	4,5%
<b>Acum. desde 26/02/93*</b>	622,8%	615,2%	377,8%	268,7%
<b>Volatilidade<sup>(2)</sup></b>	24,25%	24,34%	50,61%	27,88%
<b>Max.Draw-Down<sup>(3)</sup></b>	61,6%	61,6%	69,63%	70,44%
<b>Valor da cota R\$</b>	2,269544	2,441302		
<b>Valor da cota US\$</b>	1,260858	1,356279		
<b>Patrimônio Líquido(mil): R\$</b>	95.033	9.946		
<b>Patrimônio Líquido(mil): US\$</b>	52.796	5.526		

(\*) início da gestão do Fundo IP-Participações.

(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. (4) Em 31/03/2000, o Fundo IP-Participações Livre passou a ser gerido da mesma forma que o Fundo IP-Participações. A Performance apresentada anterior a 31/03/2000 é a performance do Fundo IP-Participações. Fontes: Anbid, Bovespa e F.G.V.

Av. Ataulfo de Paiva, 255 - 9º andar  
Rio de Janeiro - RJ - Brasil - 22440-030  
Telefone: (21) 540-8040  
Fax: (21) 540-8018

Rua Iguatemi, 192 conj. 54  
São Paulo - SP - CEP: 01451-010  
Tel: (11) 3845-6064 - Fax: (11) 3845-7087  
e-mail: [ipdco@investidorprofissional.com.br](mailto:ipdco@investidorprofissional.com.br)  
<http://www.investidorprofissional.com.br>

## Informações (\*)

### Aplicação

- **Mínimo inicial:** R\$ 50.000,00.
- **Mínimo adicional:** R\$ 5.000,00.
- **Procedimentos para aplicação:**

**Obs.:** O Fundo é destinado apenas a Investidores "Qualificados" (definição da CVM para investidores de maior porte).

**1º passo:** Entre em contato com nosso Departamento Comercial (21) 540-8040 informando o valor da aplicação **até às 15:00 hs.**

**2º passo:** 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**

*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.*

**3º passo:** Envie-nos o comprovante de depósito ou DOC via fax **até às 16:30hs** do dia da aplicação.

*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\$ 5.000,00.
- **Procedimentos do resgate:** envie-nos por fax ou ligue para o Departamento Comercial (21) 540-8040 informando o valor do resgate **até às 15:00hs.**  
*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.*
- **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

- 10% 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 de Carteira Livre – Renda Variável, ou ligue para o Disque-Cotas: (21) 540-8022 ou consulte o nosso site.

(\*) Para maiores informações entre em contato com o nosso Departamento Comercial

Este fundo é  
custodiado por:

**Banco Itaú S.A.**



Este fundo é  
auditado por:

**KPMG** Peat Marwick