

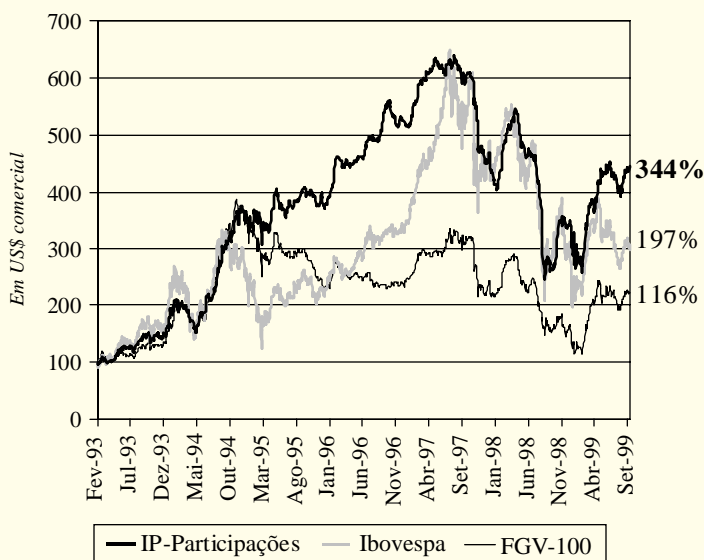
## IP-Participações

### Relatório de Gestão

SETEMBRO - 1999

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

Rentabilidade acumulada (US\$) de 26/02/93\* a 30/09/99



(\*) Início da gestão Investidor Profissional

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

#### Sumário

- Neste mês, conferimos destaque à iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários de promover um seminário nos próximos meses para discutir propostas de reformulação da Lei das S.A. Trata-se de um grande passo no sentido de aprimorar o mercado de capitais brasileiro e de corrigir algumas das falhas que têm sido debatidas recentemente pela mídia nacional.
- Os cotistas do IP-Participações ganham duplamente com a aceleração do processo de melhoria do ambiente regulatório no Brasil: pela valorização de nossas ações e pelo aumento de oportunidades de investimento no futuro.
- Relatamos também uma história interessante sobre Telesp.

*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 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.*

A variação no valor de mercado das posições do **IP-Participações** no mês de setembro foi de 9,80% em reais (9,43% em dólares), líquida de todos os custos. Com este resultado, o Fundo apresenta alta no preço das cotas de 106,86% em reais (alta de 30,07% em dólares) em 1999. Desde março de 1993, início da gestão pela **Investidor Profissional**, o Fundo acumula valorização de 344,42% em dólares.

Neste mês, conferimos destaque à iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários de promover seminário para discutir propostas de reformulação da Lei das S.A. Trata-se de um grande passo no sentido de aprimorar o mercado de capitais brasileiro e de corrigir algumas das falhas que vêm sendo debatidas pela mídia nacional. Comentamos também o impacto deste processo para os cotistas do fundo, além de reiterar nossa visão “conservadoramente otimista” para o mercado brasileiro.

### ***O Seminário sobre Reforma na Lei das S.A.***

---

A CVM está preparando um seminário, que deve acontecer nos próximos meses, sobre os desafios do mercado acionário brasileiro. O objetivo é reunir subsídios para a formulação de uma proposta de reforma da Lei 6.404/76 – conhecida como Lei das S.A. Este projeto vem de encontro às necessidades atuais do mercado de capitais e é, por isso, de grande interesse para os cotistas do IP-Participações.

Antes de nos aprofundarmos no teor do seminário, é importante notar que sua realização é mais um exemplo da posição da CVM enquanto reguladora do mercado, no que diz respeito aos direitos dos acionistas. Além de estar tomando medidas que visam disciplinar algumas práticas de mercado, a CVM está demonstrando que pretende ir além, construindo propostas concretas para serem enviadas ao Poder Legislativo. Esta atitude nos parece correta,

dado que alguns dos problemas do mercado de capitais são oriundos das leis que o regem, de modo que as ações administrativas do ente regulador têm sua efetividade limitada.

Vale lembrar também que a iniciativa da CVM não é isolada. Ela é fruto de anos de interação com os participantes do mercado, bem como da análise de uma série de operações “criativas” que algumas empresas vêm realizando em detrimento dos acionistas minoritários. A preocupação da CVM, além de emanar de seu papel de reguladora do mercado, parte do princípio de que a existência de um mercado de capitais sadio é condição *sine qua non* para alavancar o crescimento econômico (vide exemplo norte-americano). E mais: de que um mercado sadio demanda respeito aos acionistas minoritários, de forma a propiciar liquidez e capital necessários ao crescimento das empresas.

O caminho escolhido é o melhor possível. Através de um debate de alto nível, envolvendo participantes do mercado a ministros de estado, passando por legisladores e juristas, a CVM pretende chegar a um projeto de lei que devolva ao mercado de capitais seu principal papel, que é o de servir de lubrificante para a engrenagem da economia.

Podemos dividir os temas em questão em duas dimensões distintas: uma análise “macro” do arcabouço legal existente, e uma análise “micro” de alguns dos dispositivos de proteção aos acionistas minoritários.

A agenda que está sendo preparada pela CVM aborda os aspectos ‘macro’ através de uma comparação da legislação brasileira com as melhores práticas adotadas por outros países. Para tanto, a CVM espera contar com representantes de organismos estrangeiros, tais como SEC e NYSE, para que possam expor aspectos da legislação em seus respectivos países. Além disso, os participantes brasileiros debaterão as recentes alterações na legislação, com destaque para a Lei Kandir e seus efeitos sobre o mercado de capitais como um todo.

No campo micro, cabe a discussão de dispositivos específicos de proteção aos acionistas. Alguns dos tópicos a serem discutidos são:

- **Reestruturações societárias:** Estes eventos embutem ao mesmo tempo o maior risco aos acionistas minoritários e a maior dificuldade de regulamentação. Isto se deve pela natureza dinâmica dessas reestruturações. Agentes de mercado têm todos os incentivos para criar estruturas que tornem a letra da lei praticamente inútil. E cada esforço do legislador é compensado por novas estruturas criativas, num círculo vicioso aparentemente sem fim. A solução para o problema depende de um misto de revisão da lei, tornando seus termos atuais mais abrangentes, e de um maior poder do agente regulador ou de tribunais específicos para enquadrar operações societárias. Note-se que o objetivo deve ser sempre o de preservar o interesse econômico de acionistas e credores, e não impedir a ocorrência das reestruturações, que são fundamentais para o aumento da competitividade de nossas empresas.
- **Direito de retirada:** Este dispositivo nasceu por meio de uma emenda parlamentar à Lei 6.404, e foi duramente criticado pelos autores do então projeto de lei. Ao longo dos anos, ele raramente foi cumprido à risca, em parte devido às alterações sofridas em 1989 e 1995, em parte graças à criatividade de alguns acionistas controladores e de seus advogados. A discussão deve estar centrada na criação de mecanismos que deixem mais clara a aplicação do Direito, assim como nos parâmetros para calcular o valor do reembolso aos acionistas.
- **Ofertas públicas a acionistas minoritários:** Mais uma questão controversa. Nossa

visão é de que uma ação é um pedaço da empresa, e que desta forma, ela deve ter um valor mais ou menos homogêneo, seja ela de controle ou não. Isto é consistente com a visão dos próprios autores da atual Lei das S.A., mas não com a prática de elevadíssimos prêmios de controle que temos observado no Brasil<sup>1</sup>. Também não coincide com a prática de manipulação de mercado, que permite ofertas públicas a preços aviltados, às quais o minoritário se vê obrigado a aderir. A Instrução 299 já foi um grande avanço neste campo, mas somente quando a lei for clara a respeito das ofertas públicas veremos a eliminação completa desses abusos<sup>2</sup>.

- **Proporcionalidade entre ações preferenciais e ordinárias:** Ações preferenciais são habitualmente vistas como as grandes vilãs do mercado, uma vez que seus detentores não possuem direito a voto. Isto é parcialmente verdadeiro. De fato, ações preferenciais permitem a perpetuação de administrações ineficientes no controle de uma empresa, mesmo que estas detenham percentual diminuto do capital social (um exemplo recente é a saga Casa Anglo/Mesbla). Por outro lado, o mercado deve ser capaz de precificar quaisquer títulos emitidos pelas empresas. O problema é que, historicamente, o mercado era dominado por investidores compulsórios, que não tinham como exigir uma qualidade mínima dos papéis. Esta dificuldade foi gravemente acentuada pela fraqueza do ambiente jurídico, pela dispersão e pela passividade dos minoritários. Apenas recentemente, com a crescente profissionalização do mercado e com o surgimento dos “grandes minoritários”, começamos a ver uma tendência de melhora,

(<sup>1</sup>) Este tópico foi discutido em nosso relatório de gestão de Junho de 1999.

(<sup>2</sup>) Temos visto, por exemplo, uma série de ofertas públicas para 100% das ações (isto é, um fechamento disfarçado de capital), que dispensam a extensão do leilão por 15 dias em caso de aceitação por mais de 1/3 dos minoritários. Esta ‘brecha’ é um bom exemplo de aprimoramento possível na estrutura da Instrução 299.

ainda que ela encontre limites inaceitáveis na lentidão dos processos legais. Para o futuro, parece claro que (1) os empresários que não oferecerem papéis de qualidade ao mercado e não tiverem histórico de conduta ética terão dificuldade em captar recursos, ficando relegados ao papel de “caças” na selva empresarial moderna e (2) dado o histórico recente, os investidores minoritários exigirão a certeza de um ambiente legal mais propício para se aventurarem a pagar preços comparáveis aos do mercado internacional.

- **Conselho Fiscal:** A atual configuração do Conselho Fiscal nos parece inadequada. Além do problema óbvio de garantir maioria aos controladores no órgão que deveria fiscalizar os atos dos administradores por eles indicados (os próprios, em vários casos), ela combina grandes poderes genéricos e teóricos aos conselheiros com uma dificuldade quase intransponível para seu fiel exercício. Quando os conselheiros encontram problemas nas empresas, quase sempre são obstruídos pelas administrações, pois não há regulamentação clara de seus direitos e deveres. A legislação deve preencher esta lacuna com urgência, conferindo aos acionistas minoritários maioria no Conselho Fiscal e prevendo alternativas eficientes para evitar que administrações inescrupulosas interponham obstáculos à sua plena atuação.
- **Política de dividendos:** A pleora de alterações casuísticas à legislação produziu regras confusas e contraditórias em relação aos dividendos. Hoje, o investidor precisa traduzir termos como dividendos obrigatórios, mínimos, especiais, preferenciais, prioritários, fixos e outros, sem falar em “juros sobre o capital próprio”. É preciso que haja uma harmonização destas regras, evitando artifícios tais como a inclusão de um dividendo mínimo desprezível apenas para

evitar o pagamento de 10% a mais para ações preferenciais...

A discussão desses e de outros tópicos seguramente mostrará aquilo que vimos defendendo há anos, tanto em nossos relatórios como em nossas interações com empresas e com a própria CVM: que o mercado necessita de atualizações que o permitam cumprir sua finalidade de instituição relevante na geração e distribuição de renda no país.

### *O que temos a ganhar com isso ?*

---

Os cotistas do IP-Participações – incluindo os gestores do fundo, que têm parcelas significativas de seus patrimônios investidas no mesmo – ganham duplamente com a aceleração do processo de melhoria do ambiente regulatório.

Em primeiro lugar, o processo restaura o mercado de capitais como canal de alocação de recursos na economia, propiciando aos investidores detentores de capital – nós – participar do processo de crescimento de empresas que necessitam deste capital. Em segundo lugar, as alternativas de investimento tendem a aumentar, num processo que beneficia a todos os investidores em ações, além de tornar o mercado o aliado do desenvolvimento que ele deve ser. Apenas esta faceta poderia ser suficiente para justificar nossos esforços pelo aprimoramento do mercado.

Ocorre que, no caso específico dos cotistas do IP-Participações, deve-se levar em conta um ganho adicional. Nossas empresas, por serem de porte médio, são candidatas naturais a aquisições por investidores estratégicos – como mostram os exemplos de Varga, Renner e Atlas. Nestes casos específicos, nossa atuação foi capaz de garantir ganhos expressivos aos cotistas. Porém, a maior parte desses processos tem culminado em significativas perdas para os acionistas minoritários. Consequentemente, os preços das ações de empresas nas quais investimos

também têm sido impactados. Algumas ações chegam a ser negociadas com indicadores de P/L entre 2 e 4. Quando o ambiente regulatório for aprimorado, ou quando as perspectivas de aprimoramento se tornarem mais claras, estas ações tenderão a subir fortemente, refletindo a redução do chamado “risco societário” das empresas brasileiras.

É importante que a capacidade de identificar empresas vencedoras seja o fator determinante de sucesso dos investimentos, sem que tenhamos que alocar parcela desproporcional de energia na defesa de nossos direitos mais elementares.

Desta forma, nossos clientes estão muito bem posicionados para se beneficiar de uma conjuntura que, em nossa opinião, começa a tomar corpo agora.

## ***Perspectivas e Carteira***

Permanecemos firmes em nossa política de compras cautelosas, aumentando mais uma vez nossa posição em Itaúsa. Ela é, hoje, quase igual à de Saraiva em nossa carteira. A importância de Itaúsa é uma demonstração inequívoca da evolução de perfil do fundo durante o ano de 1999, com forte aumento de posições mais líquidas. As principais características do IP-Participações continuam presentes – um portfólio concentrado, fundamentalista e com visão de longo prazo. A principal alteração em relação ao nosso portfólio de 1998 é a concentração em empresas maiores e de maior liquidez, dentre as quais destacamos Itaúsa e Souza Cruz, aproveitando as oportunidades oferecidas pelo mercado.

Continuamos buscando investimentos nos quais tenhamos um papel ativo na realização de valor. Contudo, estamos exigindo uma proteção formal ou um desconto ainda maior do que demandávamos historicamente para investir em empresas menos líquidas. Assim que tivermos novidades, divulgaremos em nossos relatórios.

Por fim, cabe ressaltar a questão do custo de oportunidade. Como já discutimos em outros relatórios, o valor de um ativo que dá direito a um fluxo de caixa ao longo do tempo, como as ações, é fortemente influenciado pela taxa de juros de longo prazo. Tendo em vista a queda da taxa de juros real verificada neste ano, consideramos que a atratividade do investimento em ações em relação aos investimentos em renda-fixa aumentou consideravelmente. Acreditamos que há três justificativas para que os preços das ações ainda não tenham refletido este processo:

- 1- Houve grande migração inicial para ativos dolarizados, evidenciada pelo brutal crescimento da dívida pública indexada em dólares que hoje lastreia os fundos cambiais. Os níveis atuais da taxa de câmbio, no entanto, já vêm reduzindo a atratividade desta alternativa para alguns investidores.
- 2- Boa parte dos investidores ainda não atendeu para a queda das taxas reais.
- 3- Parte do mercado acredita num novo aumento das taxas reais.

Dada a livre flutuação do câmbio, o Banco Central (BC) tem indicado que a tendência das taxas de juros reais é declinante. O BC não precisa mais embutir nos juros um “seguro” contra desvalorização cambial. Mantida esta política, podemos esperar taxas reais bem mais baixas do que aquelas vigentes até 1998, lembrando que esta tendência traz o benefício de reduzir o déficit fiscal do governo. Neste cenário, as ações, dados os preços atuais, devem gerar bons ganhos.

## ***Aleatórias***

- No mesmo tom, chamamos atenção para os eventos recentes com as subsidiárias latino-americanas da Telefónica de España (TEF). A empresa controladora está obrigando suas

## Relatório de Gestão do Fundo IP-Participações

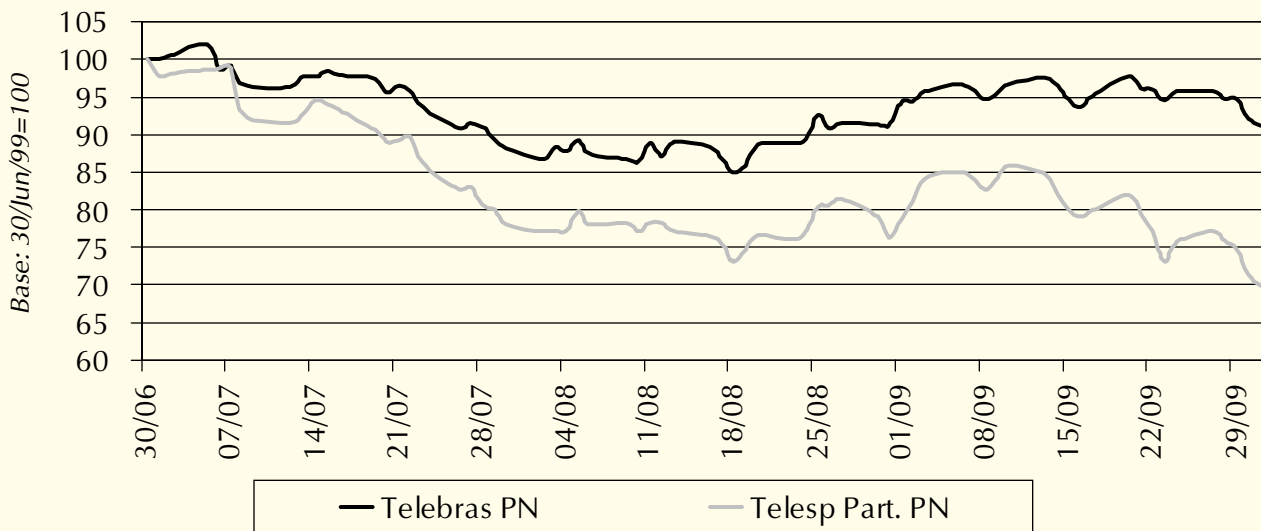
controladas - incluindo CTC (Chile), TEAR (Argentina), TDP (Peru), Telesp e Tele Sudeste Celular - a vender suas operações de *call center* para uma subsidiária integral da TEF. Além disso, ela fez com que a CTC vendesse suas operações de Internet para outra subsidiária da TEF, por US\$ 40 milhões. Analistas independentes avaliaram a operação em mais de US\$ 200 milhões!

Os preços das ações de CTC e Telesp têm despencado em função destas atitudes. Em nossa opinião, o mercado está eliminando o prêmio que conferia às empresas da TEF por conta da “qualidade” do acionista controlador, ao perce-

ber que na realidade a presença da TEF no controle é mais uma ameaça do que uma vantagem para os acionistas minoritários.

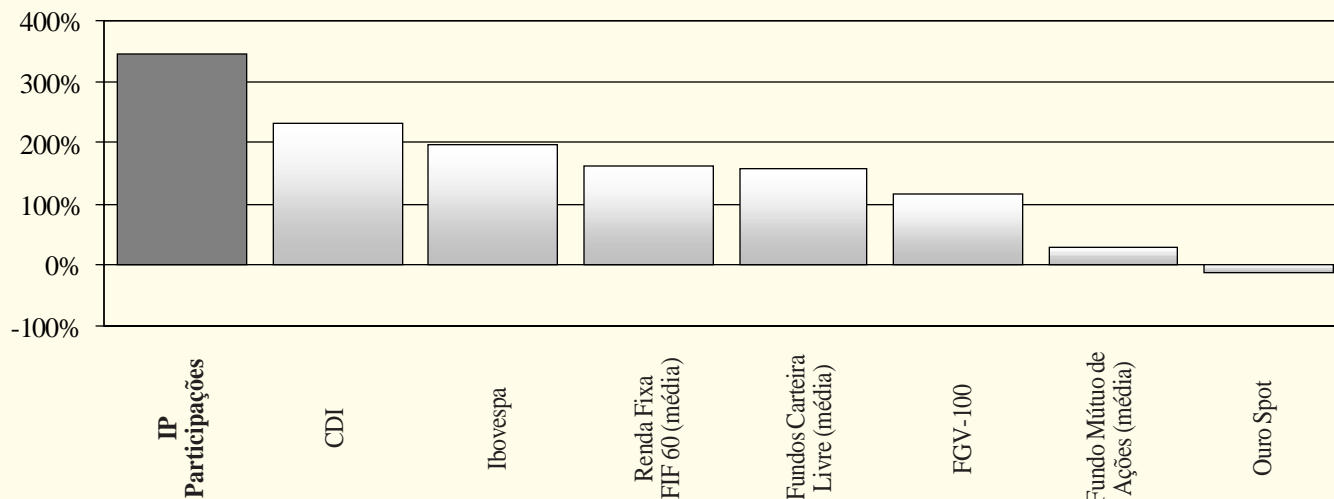
Todos estes fatores corroboram nossa análise de que o risco societário no setor de telecomunicações é muito grande, limitando fortemente nossos investimentos no setor. No caso específico das subsidiárias da TEF, nunca as tivemos em carteira (salvo em casos de operações especiais de arbitragem), pois não compartilhávamos a impressão de que os acionistas controladores mereciam um prêmio em relação aos demais. Felizmente, nosso conservadorismo nos poupou de pesadas perdas, como mostra o gráfico abaixo:

### Recibo Telebrás vs. Telesp Part.

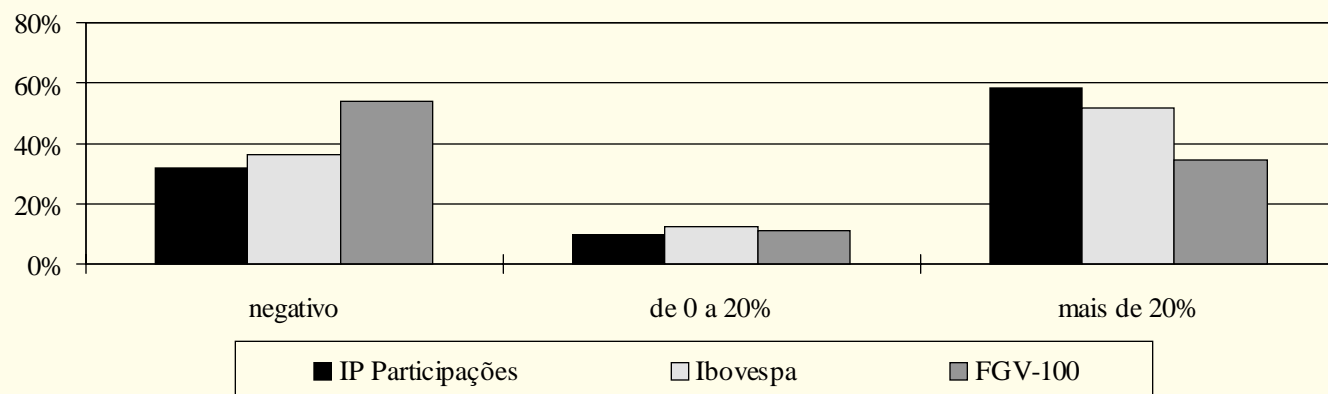


## IP-Participações

Comparativo de rentabilidade acumulada (US\$) com ativos selecionados de 26/02/93\* até 30/09/99



## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100 - Frequências de retornos anuais "trailing" diário - de 26/02/93\* até 30/09/99



Rentabilidade em US\$ Com.	IP-Participações <sup>(1)</sup>	IBOVESPA	FGV-100
<b>1993 (desde 26/02*)</b>	51,0%	65,4%	35,1%
<b>1994</b>	142,5%	59,6%	165,2%
<b>1995</b>	3,3%	-13,9%	-35,1%
<b>1996</b>	36,0%	53,2%	6,7%
<b>1997</b>	-10,8%	34,8%	-4,1%
<b>1998</b>	-25,5%	-38,5%	-31,5%
<b>Setembro-99</b>	9,4%	4,8%	5,3%
<b>Acum. 1999</b>	30,1%	2,9%	32,9%
<b>Acum. desde 26/02/93*</b>	344,4%	197,1%	116,5%
<b>Volatilidade<sup>(2)</sup></b>	24,2%	52,0%	27,6%
<b>Max.Draw-Down<sup>(3)</sup></b>	61,6%	69,6%	70,4%

Valor da cota em 30/09/99:

**R\$ 1,490295**

**US\$ 0.775267**

Patrimônio Líquido (mil):

**R\$ 48.775**

**US\$ 25,373**

(\*) 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.

Rua do Carmo, 11 - 17º andar - Centro  
Rio de Janeiro - RJ - CEP: 20011-020  
Tel.: (21) 507-1148 e 221-2060  
Fax: (21) 507-1302 e 507-1200

Rua Iguatemi, 192 conj. 54  
São Paulo - SP - CEP: 01451-010  
Tel: (11) 820-6064 - Fax: (11) 820-7087

e-mail: [ipdco@investidorprofissional.com.br](mailto:ipdco@investidorprofissional.com.br)  
<http://www.investidorprofissional.com.br>

## Informações (\*)

### Aplicação

- **Mínimo inicial:** R\$ 20.000,00.
- **Mínimo adicional:** R\$ 2.000,00.
- **Procedimentos para aplicação:**

**1º passo:** Entre em contato com nosso Departamento Comercial (21) 507-1148 / 221-2060) informando o valor da aplicação **até às 15:00 hs.**

**2º passo:** As aplicações poderão ser efetuadas em cheque ou dinheiro 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\$ 2.000,00.
- **Procedimentos do resgate:** envie-nos por fax ou ligue para o Departamento Comercial (21-507.1148/221.2060) 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.
- **Taxa de Saída antecipada:** as aplicações que permanecerem no fundo por período inferior a 18 meses (540 dias) sofrerão a incidência de taxa de saída antecipado sobre o valor resgatado, revertida em favor do Fundo, de acordo com a tabela abaixo:
  - até 180 dias após a aquisição de cotas: 3%
  - de 181 a 360 dias após a aquisição de cotas: 2%
  - de 361 a 540 dias: 1%

### 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) 242-2647 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