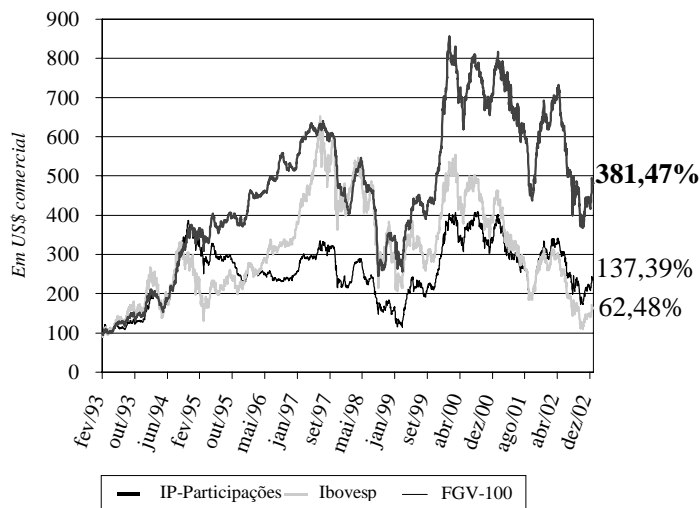


#### IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade acumulada (US\$) de 26/02/93\* a 31/12/02



(\*) Início da gestão Investidor Profissional

Fontes: Anbid, Bovespa e FGV

Patrimônio (mil) em 31/12/02: R\$ 97.031 / US\$ 27.462

Valor da cota em 31/12/02: R\$ 2,967608 / US\$ 0,839897

#### Sumário

- Em 2002, o IP-Participações obteve valorização líquida de 9% em reais, líquida de todos os custos. Pelo quinto ano consecutivo, o IP-Participações superou os índices Bovespa e IBX simultaneamente.
- Perdigão foi a empresa que mais espaço ganhou na carteira do fundo em 2002. A combinação de significativa evolução positiva em seus fundamentos econômicos e societários ao longo dos últimos três anos, com a queda observada nos preços de suas ações em 2002, motivada por fatores absolutamente transitórios, abriu a janela de oportunidade que esperávamos para montar posição relevante na empresa.

*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 dezembro, foi de 6,70% em reais, líquida de todos os custos. Desde março de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o fundo acumula valorização de 381,47% em dólares, com rentabilidade média de 17%. No mesmo período, o Ibovespa apresentou um desempenho de 5% ao ano em dólares e o CDI, de 12% ao ano em dólares.

## Resultado 2002

Em 2002, o IP-Participações obteve valorização líquida de 9% em reais, líquida de todos os custos. Pelo quinto ano consecutivo, o IP-Participações superou os índices Bovespa e IBX simultaneamente, embora em 2002 a performance do fundo tenha ficado abaixo do índice FGV-100, que subiu 14%.

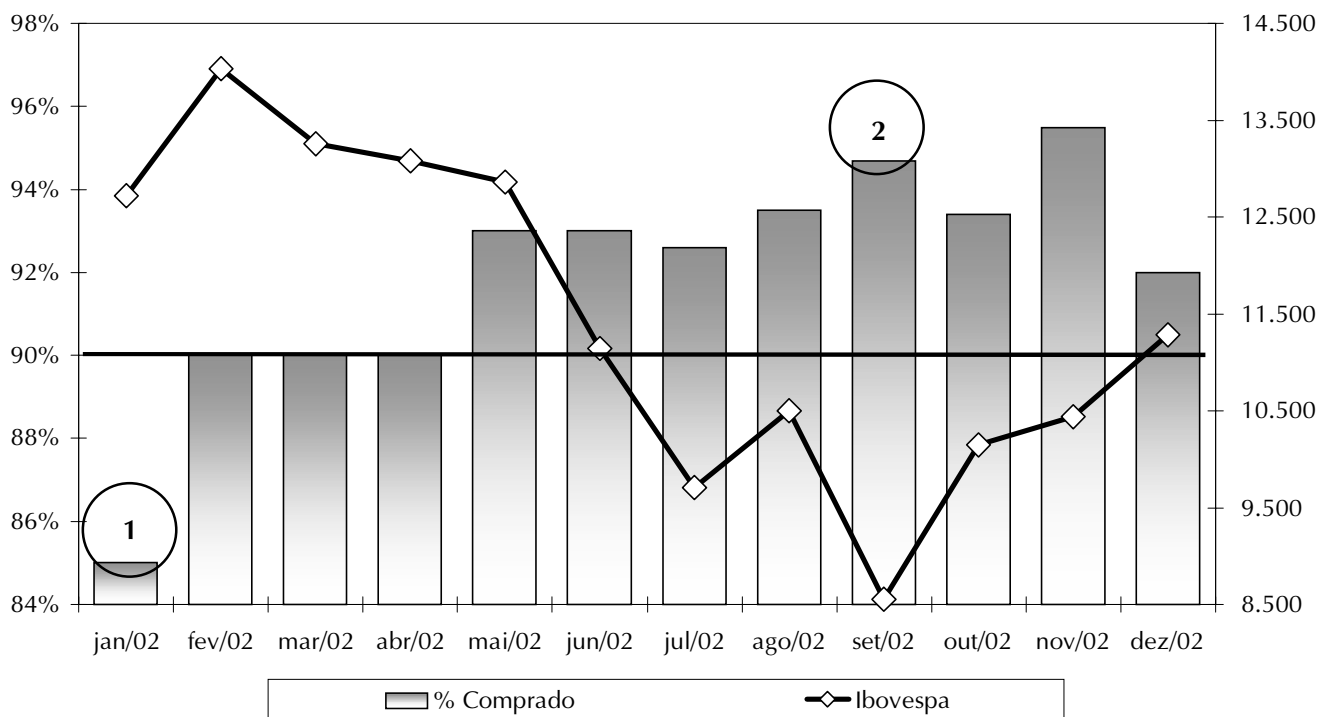
O resultado obtido em 2002 foi fruto da seleção de ações da carteira do IP-Participações, já que o percentual comprado, a exemplo do ano anterior, não variou de forma significativa.

O gráfico abaixo mostra a evolução do percentual comprado em ações do fundo ao longo do ano, confrontado com o comportamento do mercado, medido pelo índice Bovespa. Embora o percentual comprado em ações do fundo tenha variado pouco durante o ano, tais variações foram na direção correta. A pequena mudança no percentual comprado se deveu à grande distância média entre o preço e o valor justo das ações ao longo do ano. Portanto, não se justificavam reduções bruscas do percentual investido em ações.

As principais contribuições positivas para a performance de 2002 vieram das empresas com parte de suas receitas atreladas ao dólar. Empresas como Cotelminas, Fosfértil e Sadia participaram de forma decisiva no bom desempenho relativo do fundo no ano passado. Em contrapartida, a principal contribuição negativa para a performance de 2002 foi Saraiva, cujas ações apresentaram desvalorização de 10% no ano.

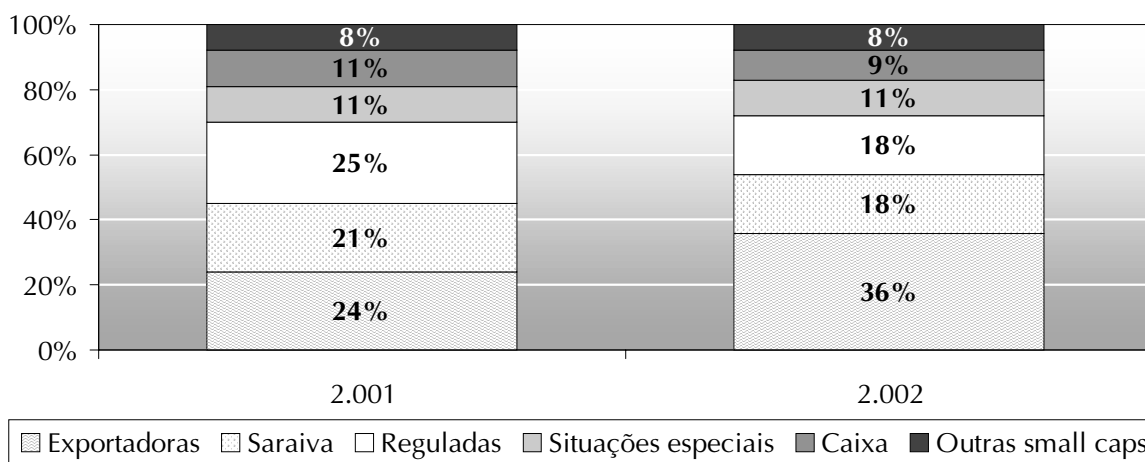
O perfil da carteira foi alterado ao longo do ano e as empresas exportadoras conquistaram participação ainda mais relevante.

**Gráfico 1 – Evolução do percentual comprado do Fundo medido pelo índice Bovespa em 2002**



Fonte: Investidor Profissional

## Gráfico 2 – Divisão da carteira por tipo de investimento



Fonte: Investidor Profissional

As empresas da carteira do fundo com perfil exportador são ativos cujo valor justo em dólar é pouco sensível à taxa de câmbio. Trata-se de companhias bem administradas, com exposição tanto ao mercado interno quanto ao mercado externo, além de apresentarem a maioria de seus custos e despesas denominados em reais. Além dessas características, suas ações encontram-se subavaliadas pelo mercado. Hoje, o fundo concentra 36% de seus investimentos nessas empresas, que se beneficiam fortemente do atual patamar da taxa de câmbio. Esse número chegou a ser superior a 40% durante o ano, tendo sido marginalmente reduzido em função de pequenas realizações de lucro.

Em relação à Saraiva, a queda de suas ações não guarda correlação alguma com a evolução dos fundamentos da empresa. A queda ocorreu em consequência de movimentos naturais de um mercado atipicamente ávido por liquidez e avesso ao risco nos últimos três anos. Nunca é demais lembrar que, em função de sermos investidores de longo prazo com acesso ao valor estratégico da empresa<sup>1</sup>, o preço de negociação de Saraiva em mercado está longe de ser uma aproximação razoável do real valor da companhia. Reconhecendo essa distorção, a empresa recomprou quantidade significativa de suas próprias ações em 2002. O Fundo IP-Participações, ao final de 2002,

apresentava 18% de sua carteira investidos em Saraiva.

O subgrupo “reguladas” é composto por empresas dos setores de telecomunicações e elétrico. Trata-se de ativos mais líquidos, característica indispensável para a composição da carteira de um fundo aberto. O potencial de valorização de algumas empresas desses setores é muito grande. Ao investir nesses ativos, temos total consciência dos riscos societários e políticos a que estamos expostos. Entretanto, nossa leitura é que esses riscos estão mais do que refletidos nos preços de algumas ações.

Enquadram-se no subgrupo “situações especiais” as arbitragens entre holdings e suas partes e processos de reestruturação. Exemplos: Itaúsa e Distribuidora Ipiranga.

O subgrupo “outras *small caps*” é formado por investimentos de longo prazo, alguns em processo de montagem, em empresas que, esperamos, venham a se tornar os futuros grandes casos de sucesso do fundo.

## Perdigão

Perdigão foi a empresa que mais espaço ganhou na carteira do fundo em 2002. A combinação de significativa evolução positiva em seus fundamentos econômicos e societários ao longo dos últimos três

(1) A empresa possui tag along estatutário para os minoritários preferencialistas a 90% do preço pago ao controlador numa eventual mudança de controle acionário da empresa.

anos, com a queda observada nos preços de suas ações em 2002, motivada por fatores absolutamente transitórios, abriu a janela de oportunidade que esperávamos para montar posição relevante na empresa.

Encontramos em Perdigão o típico investimento que julgamos interessante:

- Empresa bem administrada
- Negócio com vantagens competitivas em custos relevantes no mercado externo
- Marca forte no mercado interno
- Conforto societário garantido pelo direito de *tag along* aos acionistas preferencialistas
- Ação subavaliada pelo mercado

A grande vantagem competitiva em custos que a empresa tem hoje no mercado mundial foi fenômeno impulsionado nos últimos três anos pela desvalorização do real frente ao dólar. O custo médio em dólar por tonelada de fabricação em seus produtos apresentou significativa redução nesse período, tornando a companhia muito mais competitiva. Tal competitividade permitiu que atingisse crescimento de 28% ao ano no volume exportado de 1999 a 2002. Perdigão, que, em 1998, exportou 23% do volume total produzido, chegou ao fim do ano passado vendendo ao mercado externo em torno de 34% de sua produção.

Outro evento que gerou enorme valor para os minoritários da empresa foi a concessão do direito de *tag along* aos acionistas preferencialistas.

Apesar das boas notícias trazidas nos últimos anos, principalmente pelo processo de desvalorização do real frente ao dólar e a concessão do direito de *tag along* para os preferencialistas, as ações da empresa não reagiram conforme o esperado.

Perdigão apresenta volatilidade de resultados bastante acentuada, característica intrínseca ao setor. Torna-se fundamental entender a característica cíclica do setor para avaliar a companhia de uma forma racional e aproveitar as oportunidades oferecidas pelo mercado.

Após um ano excelente como o de 2001, é natural que ocorra pressão nos custos (milho e soja) e queda do preço dos frangos no mercado externo. Foi exatamente isso que verificamos ao longo do ano passado.

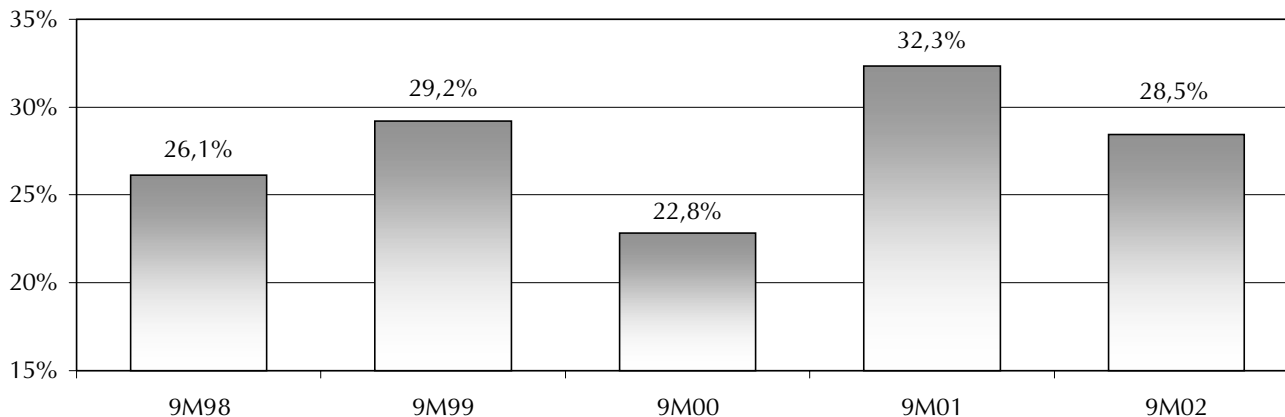
O Brasil é muito relevante para o comércio mundial de aves. A desvalorização cambial permitiu que os produtores brasileiros ampliassem ainda mais suas vantagens competitivas em custo. As exportações brasileiras aumentaram significativamente em anos recentes. Durante esse período, as companhias brasileiras de alimento ganharam mercado e aumentaram fortemente sua produção.

Naturalmente, esses aumentos significativos de produção para exportação causaram fortes pressões negativas em toda a cadeia.

- Custos: Grande aumento da demanda por grãos causou a subida de preço dos insumos em 2002
- Preços: Brigas por novos mercados impactaram os preços no mercado externo. Não podemos esquecer que o Brasil é relevante para o mercado mundial de aves. Os preços em dólar das aves no mercado externo fecharam 2002 no menor patamar dos últimos anos.

Mesmo com todos os fatores negativos descritos acima, a empresa apresentou, nos primeiros meses do ano, uma excelente margem bruta, mas devemos

### Gráfico 3 – Margem Bruta



Fonte: Investidor Profissional

lembrar que, nesse setor, é sempre necessário olhar a situação de contorno. Em um momento completamente adverso do ciclo, de custos pressionados e preços baixos, a Perdigão conseguiu apresentar excelente Margem Bruta. Se compararmos com a margem de 2000, último vale do ciclo, os resultados foram bem superiores.

Com os dados apresentados no gráfico, verifica-se que a empresa mudou de patamar de rentabilidade em 2002. Essa melhora decorreu, basicamente, da desvalorização cambial. Perdigão possui cerca de 50% das receitas em dólar (exportações), enquanto apenas 35% dos custos são dolarizados.

Por estar passando por momento desfavorável do ciclo, essa mudança de patamar de rentabilidade ainda não aparece nos resultados divulgados pela companhia. Tal situação faz com que o mercado, nosso sócio maníaco – depressivo com tendência a se concentrar apenas nos resultados de curto prazo, nos ofereça uma excelente oportunidade de investimento.

## ***Evoluções na Legislação Societária e Eventos Relevantes para o Mercado de Capitais em 2002***

Em abril de 2002, Itaú, Itaúsa e Gerdau concederam o direito de *tag along* para seus acionistas preferencialistas. Quando grupos empresariais tão representativos adotam um dispositivo que alinha interesses dos acionistas, transmitem clara mensagem ao mercado sobre qual a importância da correta precificação de suas ações e do pleno acesso ao mercado acionário como fonte alternativa de financiamento.

Naquele momento, ficamos mais otimistas com a possibilidade do mercado de capitais brasileiro estar diante de um ponto de inflexão que o fizesse recuperar o papel de fomentador do crescimento econômico.

Diversas empresas seguiram o exemplo dos grupos Itaú e Gerdau, fechando o ano com a concessão de *tag-along* a seus acionistas como Coteminas, Perdigão, Duratex, Globocabo, Randon, Marisol, Celsco e Marcopolo, entre outras.

Esta última proporcionou um alento ao mercado com o sucesso de uma operação de oferta pública expressiva de R\$100 milhões em setembro, o pior mês da Bolsa no ano. O êxito da colocação está dire-

tamente ligado ao fato de a empresa ter aderido ao nível 2 de governança corporativa da Bovespa. O sucesso das futuras colocações de ações no mercado brasileiro depende da adoção de mecanismos de proteção aos acionistas ou da aderência aos níveis mais exigentes de regras de listagem da Bovespa (Novo Mercado ou Nível 2).

Também no mês de abril, elogiávamos a atuação da CVM no caso Bombril. A autarquia aplicou multa de R\$ 62 milhões ao controlador da empresa por entender que este comprou um ativo da companhia em condições não-equitativas (mais vantajosas do que as que poderia obter um terceiro comprador não ligado à companhia).

A CVM editou uma série de instruções relevantes para o mercado de capitais em 2002. Em janeiro, lançou a Instrução 358 que, entre outras coisas, dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias. Também estabelece regras para a negociação de ações de companhia aberta por parte dos chamados *insiders* (diretores, conselheiros e pessoas em geral que possam ter acesso a informações confidenciais da companhia).

Em março, a CVM editou a Instrução 361, dispondo sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta ou por aumento de participação de acionista controlador, ou ainda por alienação de controle de companhia aberta. A instrução aumenta o grau de transparência de tais processos à medida que requer a exposição de diversos métodos de avaliação, bem como exige a justificativa da escolha do método utilizado. Também conseguiu transformar o leilão de oferta pública em leilão de fato. Agora, o comprador tem nova chance de elevar o preço durante o leilão, caso não obtenha sucesso em atingir o percentual necessário para cancelar o registro de companhia aberta.

Em junho, regulamentou-se a novidade disposta no artigo 124 da Nova Lei das S.A., com procedimentos claros e simplificados para se requisitar o aumento para 30 dias do prazo entre a convocação e a realização de assembléia geral que trate de matéria complexa.

A CVM editou, em outubro, a Instrução 377, que prevê que os fundos mútuos devem apresentar em seu prospecto a política a ser adotada em relação ao exercício do voto nas assembléias de empresas. Re-

quisita ainda que o relatório semestral enviado aos cotistas contenha a justificativa dos votos proferidos nas assembleias. A Investidor Profissional tem como política exercer o voto nas companhias em que detenha participação relevante e/ou que possam ter relevância para o desempenho de nossos fundos.

Em agosto, tomou posse o primeiro presidente da CVM com mandato fixo - evento extremamente positivo para a total independência do órgão.

O evento a lamentar no ano de 2002 foi a decisão da CVM no caso Telemar. Não chega a surpreender o fato de a autarquia adotar a interpretação mais tradicional do polêmico artigo 115 da lei: a de que o conflito de interesses deve ser substancial e avaliado após o voto do acionista supostamente conflitado. Cometendo a heresia de isolar as densas discussões jurídicas acerca do tema, não conseguimos entender qual a função prática do artigo 115. Nos parece muito pouco provável que se possa aferir prova de conflito de interesses. Quanto mais lemos o artigo, menos entendemos sua interpretação jurídica. De qualquer forma, nosso receio é que tal decisão possa criar um precedente perigoso, abrindo espaços para novos e piores abusos.

Em suma, apesar do fraco desempenho da Bolsa em 2002, o ano foi de avanços regulatórios e eventos marcantes no que tange à melhoria da cultura de mercado dos nossos empresários. A julgar por 2002, podemos esperar novas e boas notícias no campo da governança corporativa em 2003.

## Perspectivas

---

O alto nível do prêmio de risco pago pelo Brasil nos últimos anos tem sido o grande inibidor de uma valorização consistente do nosso mercado acionário. Esse prêmio de risco se deve, em grande parte, à percepção negativa dos investidores em relação à sustentabilidade da estrutura de capital da “empresa Brasil”. Se não bastasse o elevado endividamento dessa empresa (relação dívida/PIB da ordem de 60%),

sua geração de caixa (superávit primário), tal como estruturada atualmente, não parece sustentável a longo prazo, dado que é obtida às custas de uma elevadíssima carga fiscal que, tudo mais constante, teria que ser elevada ainda mais para compensar a trajetória negativa das contas previdenciárias nos próximos anos.

São esses fatos que levam o governo brasileiro a pagar taxas de juros reais (acima da inflação medida pelo IGPM) da ordem de 11% ao ano<sup>2</sup>, o que provoca a depreciação dos demais ativos concorrentes disponíveis, entre eles as ações. Vivemos um momento onde investidores de longo prazo - como a Investidor Profissional - são capazes de investir em empresas de qualidade comprovada, bem administradas e resistentes a crises, com uma taxa interna de retorno esperada, baseada em projeções conservadoras, da ordem de 20% ao ano acima do IGPM.

A distorção e, conseqüentemente, a oportunidade, é muito grande. Entretanto, a materialização de parte desse potencial está sujeita à queda significativa do prêmio de risco brasileiro. E que evento poderia ser o catalisador desse processo de valorização consistente? Sem dúvida, a reforma da Previdência: diante da magnitude do ajuste potencial, pode provocar uma aguda reversão de expectativas. Caso o novo governo tenha sucesso nessa reforma, já definida como prioritária, é natural que observemos uma redução substancial no prêmio de risco pago pelo Brasil, já que a percepção de sustentabilidade da geração de caixa (superávit primário) da empresa Brasil crescerá muito. A brusca redução do prêmio de risco pago pelo Brasil tende a provocar forte valorização dos ativos, em especial as ações das boas empresas.

## Aleatórias

---

A poupança para aposentadoria é o lugar perfeito para ações, por que o dinheiro pode sentar lá e crescer por 10 a 30 anos.

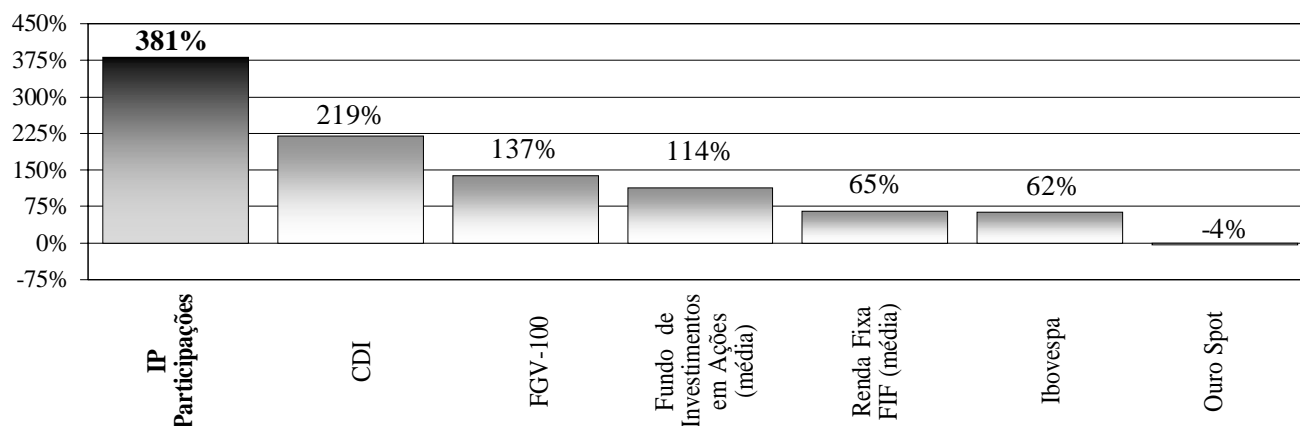
*Peter Lynch em Beating the street*

---

(2) NTN-C com vencimentos em 2005, 2011, 2017, 2021, 2031.

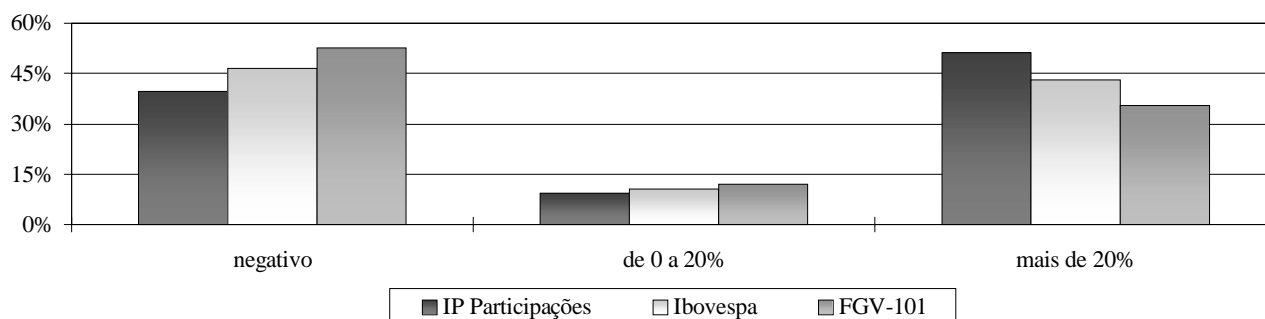
## IP-Participações

Comparativo de rentabilidade acumulada (US\$) com ativos selecionados de 26/02/93\* até 31/12/02



## IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Frequências de retornos anuais "trailing" diário de 26/02/93\* até 31/12/02



Período	Rentabilidade em US\$ Com.			Rentabilidade em R\$		
	IP-Participações <sup>(1)</sup>	Ibovespa	FGV-100	IP-Participações <sup>(1)</sup>	Ibovespa	FGV-100
<b>1993 (desde 26/02*)</b>	51,00%	63,95%	35,10%	-	-	-
<b>1994</b>	142,50%	51,45%	165,20%	-	-	-
<b>1995</b>	3,30%	-9,50%	-35,10%	18,79%	0,84%	-25,60%
<b>1996</b>	36,00%	53,25%	6,70%	45,32%	60,98%	13,98%
<b>1997</b>	-10,81%	34,47%	-4,08%	-4,20%	44,43%	3,03%
<b>1998</b>	-25,54%	-38,42%	-31,49%	-19,39%	-33,35%	-25,85%
<b>1999</b>	105,66%	69,49%	116,53%	204,39%	150,95%	220,49%
<b>2000</b>	2,86%	-18,08%	-2,65%	12,45%	-10,47%	6,42%
<b>2001</b>	-7,00%	-23,98%	-8,80%	10,39%	-9,79%	8,17%
<b>Dezembro-02</b>	9,81%	11,23%	8,27%	6,70%	8,08%	5,20%
<b>Acum.2002</b>	-28,41%	-46,01%	-24,15%	9,01%	-17,80%	15,49%
<b>Acum. desde 26/02/93*</b>	381,47%	62,48%	137,39%	-	-	-
<b>Volatilidade<sup>(2)</sup></b>	25,57%	44,78%	29,73%	-	-	-
<b>Max.Draw-Down<sup>(3)</sup></b>	61,58%	82,61%	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 31/12/02

**R\$ 2,967608**

**US\$ 0,839897**

Patrimônio Líquido (mil)

**R\$ 97.031**

**US\$ 27.462**

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 14:00h.

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.

### 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:

**PRICEWATERHOUSECOOPERS** 

Este fundo é  
distribuído por:

 **Mellon**

Mellon Brascan