

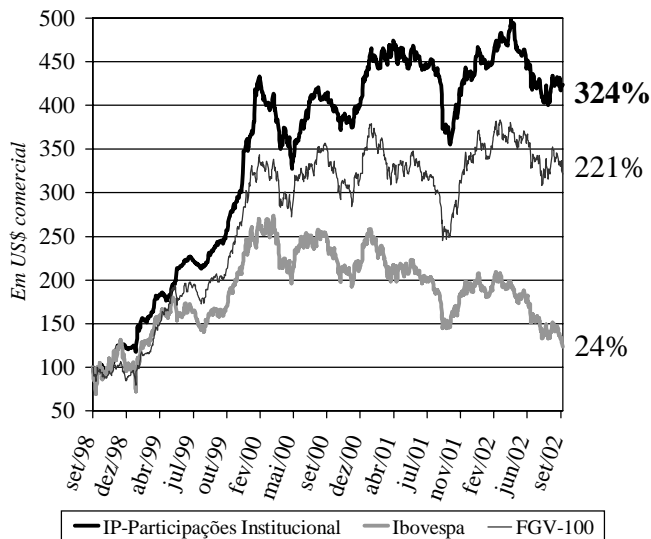
IP-Participações Institucional

Relatório de Gestão

SETEMBRO - 2002

IP-Part. Institucional x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade acumulada (R\$) de 01/09/98* a 30/09/02



(*) Início da gestão Investidor Profissional
 Fontes: Anbid, Bovespa e F. G. V.
 Patrimônio (mil) em 30/09/02: R\$ 18.566
 Valor da cota em 30/09/02: R\$ 42,395005

Sumário

- O resultado de estudo publicado em setembro de 1998 no Journal of Portfolio Management mostra uma tendência natural dos investidores em subestimar a amplitude potencial dos movimentos do mercado.
- Nossa dúvida hoje não é se possuímos uma carteira de investimentos com grande potencial de valorização, e sim quando ela se valorizará. Se a história se repetir, o quando iniciará em um momento em que pouquíssimas pessoas acreditem que isso seja possível. Como, por exemplo, em setembro de 98 na Rússia. Ou, quem sabe, no final de 2002 no Brasil.

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 Institucional. 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 Institucional em setembro foi de -1,97% em reais, líquida de todos os custos. Desde setembro de 1998, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 324% em reais.

Como parte de estudo sobre aspectos da psicologia dos investidores publicado em 1998 no *Journal of Portfolio Management*, foram repetidas durante vários meses as seguintes perguntas para um grande número de investidores: 1) Qual o valor máximo possível, com 99% de possibilidades, que o índice Dow Jones poderá atingir daqui a 1 mês? 2) Qual o valor mínimo possível, com 99% de possibilidades, que o índice Dow Jones poderá atingir daqui a 1 mês?

Caso as expectativas dos investidores fossem bem calibradas e não fossem de alguma forma enviesadas ou influenciadas em demasia pelos eventos mais recentes, conforme discutido no Relatório de Gestão de Agosto de 2002, seria de se esperar que, após 1 mês, fossem verificadas variações dentro do intervalo estimado pelos investidores em 98% dos casos. Em 1% dos casos, as variações do índice Dow Jones ficariam acima do máximo estimado pelos investidores e, em 1% dos casos, as variações ficariam abaixo do mínimo estimado pelos investidores.

Entretanto, na prática, verificou-se que, em 20% dos períodos, a variação do índice Dow Jones ficou fora do intervalo sugerido pelos investidores, quando o percentual esperado seria de 2%.

O resultado do estudo mostra uma tendência natural dos investidores em subestimar a amplitude potencial dos movimentos do mercado.

Do inferno ao céu em 4 anos.

Em 14 de setembro de 1998, a *Business Week* publicava matéria intitulada: “Rússia:

Um rápido caminho para a ruína”. No artigo, mostrava-se a situação desalentadora em que aquele país se encontrava.

A Rússia anunciara moratória de sua dívida externa em agosto daquele ano e sua moeda, o rublo, havia perdido 37% de seu valor. Após mais de dois anos de altas espetaculares, a bolsa russa acumulava queda de 83% em dólares em 1998.

Naquele momento, a inflação começava a mostrar suas garras e os preços, que já haviam subido 15% em agosto, subiam mais 36% apenas na primeira semana de setembro de 1998. O desemprego crescia e atingia o patamar de 11% com expectativa de aumentar. Problemas de estoque de comida e de bens de consumo em geral começavam a aparecer.

O tom de desânimo absoluto era floreado por depoimentos de jovens russos que haviam perdido seus empregos e com eles a esperança. Varejistas fechavam suas portas a espera de uma improvável estabilização do rublo perante o dólar. Multinacionais anunciavam sua saída do país. O jovem capitalismo russo estava com seus dias contados.

Quatro anos depois, o panorama é diametralmente oposto ao observado naquele setembro de 1998.

Após o *default* de agosto de 1998, quando ninguém mais esperava uma reversão da situação, iniciou-se vigorosa recuperação. O pontapé inicial foi dado pelo FED (Banco Central Americano), ao promover dois cortes de juros após a implosão russa. No início de 1999 começavam a aparecer os primeiros sinais de que uma grande operação de socorro internacional seria colocada em prática para resgatar o país. A Alemanha e os Estados Unidos eram os países que mais trabalhavam pela viabilização do acordo.

A “improvável” recuperação ganhava corpo. O então Presidente Boris Yeltsin assinava o

orçamento russo para 1999 que, ao contrário do que os céticos imaginavam no auge do turbilhão financeiro, viria a ser um dos mais disciplinados, do ponto de vista fiscal, da história russa. A bolsa de valores já registrava valorização em dólares de quase 100% entre setembro de 1998 e março de 1999. No final de 1999 e início de 2000, o PIB russo crescia a taxas em torno de 10% ao ano provocando euforia na bolsa. A bolsa de valores russa encerraria 1999 com valorização de aproximadamente 200% em dólares.

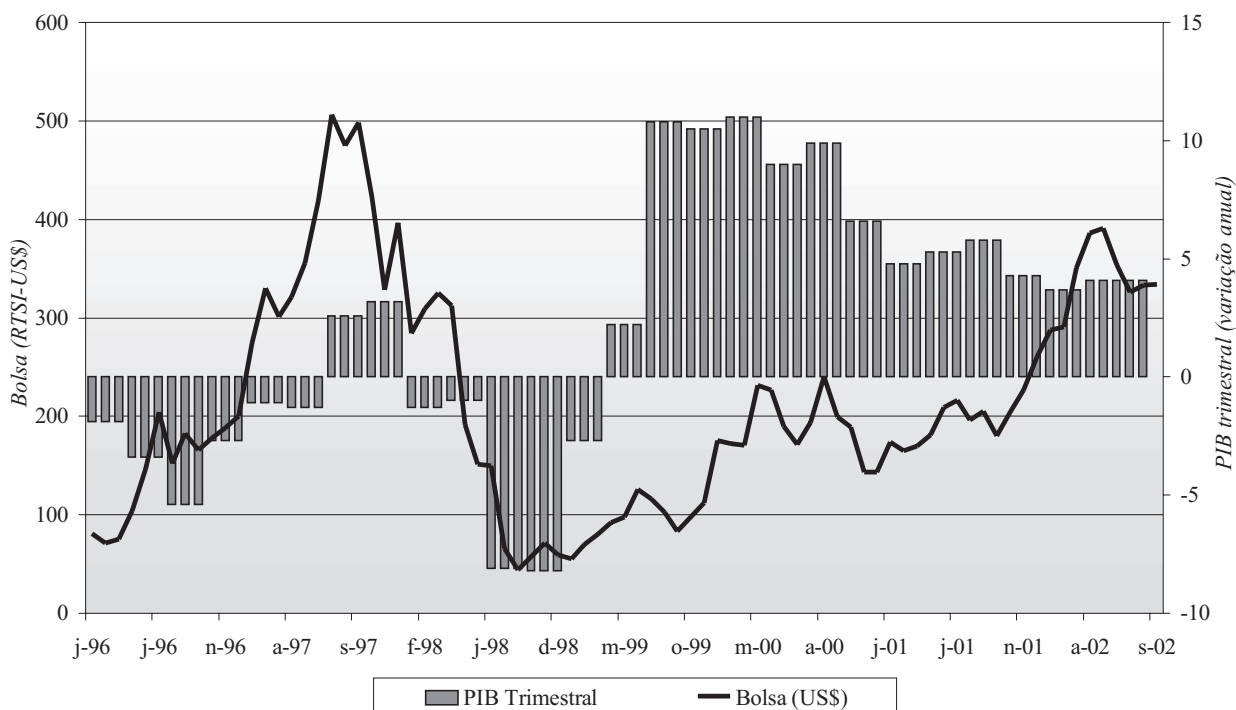
A forte recuperação russa, após a agonia de 1998, provocou uma explosão de consumo no país. A massa salarial em dólares praticamente dobrou de 2000 para 2002, fazendo com que os gastos dos consumidores crescessem

42% neste período. Este fenômeno atraiu pesados investimentos de gigantes multinacionais como Procter & Gamble, Nestlé e L’Oreal.

O caso russo serve como ilustração perfeita do fenômeno de reversão de expectativas e de como os investidores subestimam a amplitude potencial dos movimentos do mercado. De morte anunciada do jovem capitalismo com empobrecimento generalizado da população para aproximadamente 500% de alta em dólares na bolsa de valores, 100% de crescimento da massa salarial, prioridade de investimento para multinacionais e risco-país de 300 pontos¹.

Nossa intenção não é fazer apologia do modelo russo mesmo porque parte da reversão de expectativas observada deve-se a fatores conjunturais tais como o preço do petróleo. Além

Gráfico 1 – Crescimento do PIB trimestral anualizado e Índice RTSI da bolsa de valores russa em US\$



Fonte: Bloomberg
Elaboração: Investidor Profissional

(1) A título de comparação, o risco Brasil encontra-se atualmente acima de 2.000 pontos.

disso, os políticos russos se aproveitam de uma situação conjunturalmente boa para propor aumento de 20% nos gastos do Governo para o próximo ano. Nossa intenção é mostrar um caso de rápida e aguda reversão de expectativas e evidenciar o quanto podem surpreender os resultados mensuráveis (valorização dos ativos, crescimento do PIB, etc) dessas reversões.

Exemplos como o da Rússia reforçam uma de nossas convicções: é mais eficaz investir buscando distorções entre o preço e o valor dos ativos do que tentar adivinhar quando o preço de determinado ativo se valorizará.

Nossa dúvida hoje não é **se** possuímos uma carteira de investimentos com grande potencial de valorização, e sim **quando** ela se valorizará. Se a história se repetir, o **quando** iniciará em um momento em que pouquíssimas pessoas acreditem que isso seja possível. Como, por exemplo, em setembro de 98 na

Rússia. Ou, quem sabe, no final de 2002 no Brasil.

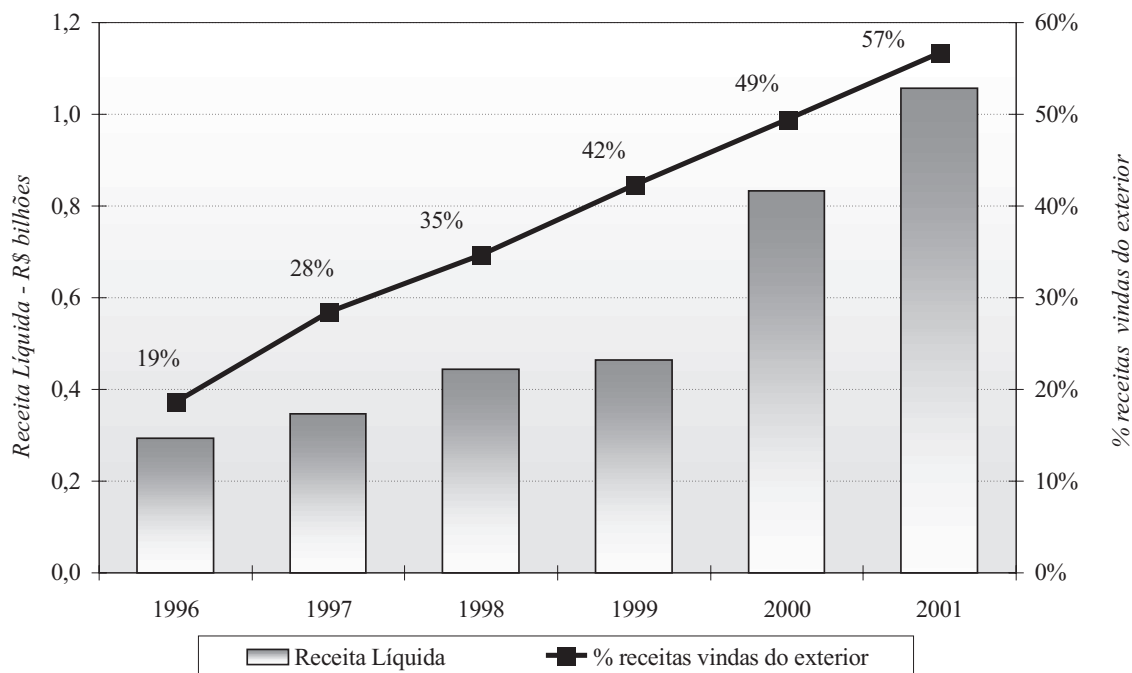
Carteira

O percentual do fundo comprado em ações foi aumentado para 94% durante o mês de setembro. Negociando a um P/L médio de 5 para 2003, temos convicção de que nossas empresas apresentam uma relação risco-retorno bem melhor do que os títulos de renda fixa neste momento.

Marcopolo

No mês de setembro, o fundo adquiriu pequena participação na Marcopolo. Após algumas semanas de análises, visita à fábrica e conversas com controladores, executivos, concorrentes e clientes da empresa, sentimo-nos confortáveis em investir na empresa.

Gráfico 2



Fonte: Marcopolo
Elaboração: Investidor Profissional

A Marcopolo é a maior fabricante de carrocerias de ônibus do Brasil, com *market share* na produção brasileira de carrocerias de 57% em 2001. Essa liderança foi conquistada graças a boa performance dos administradores da companhia que levaram a Marcopolo a atingir combinação de escala, verticalização e tecnologia dificilmente replicável no mercado nacional.

A empresa tem crescido a taxas muito altas mantendo excelente performance operacional. O faturamento cresceu 29% ao ano de 1996 a 2001, sendo que, no mesmo período, o EBITDA e o lucro antes de impostos aumentaram 35% e 32% ao ano respectivamente.

A Marcopolo tem apresentado aumento significativo das exportações em seu *mix* de receitas. As vendas para o mercado externo, que representavam 19% do faturamento em 1996, subiram para 57% em 2001.

O potencial de crescimento das exportações da empresa é muito grande. A concorrência é fragmentada e a Marcopolo, com sua produção de 12.000 unidades anuais, está entre as cinco maiores produtoras do mundo de carrocerias de ônibus.

O preço do produto Marcopolo é muito competitivo no exterior; suas margens brutas são maiores no mercado externo do que no mercado interno. O baixo custo da mão de obra no Brasil e a eficiência da Marcopolo conjugados com um mercado mundial desprovido de concorrentes relevantes no segmento de carrocerias de ônibus criam uma larga avenida de crescimento para a Marcopolo.

A maior parte do crescimento esperado para os próximos três anos tende a vir do México, onde a Marcopolo conta com a associação com a Mercedes Benz, que produz os chassis usados sob as carrocerias da Marcopolo. Esta parceria já está gerando bons resultados: a produção no México e na América Central já atingiu 1.843 unidades em 2001.

Apesar da posição de dominância quase inatingível no mercado interno e do enorme potencial de crescimento no mercado externo, a empresa tem desafios significativos pela frente.

No mercado interno, embora a empresa estime que a queda esperada na venda de ônibus urbanos seja compensada pelo crescimento dos micros e mini-ônibus, trabalhamos com premissas mais conservadoras. Projetamos queda no mercado de urbanos superior ao que empresa espera. No segmento de micros e mini-ônibus trabalhamos com um cenário de acirramento da concorrência pressionando as margens nos próximos anos.

No mercado externo, embora a Marcopolo tenha entrado com muita cautela nos mercados novos, processos de internacionalização de empresas trazem consigo riscos relevantes relacionados principalmente à adaptação cultural.

Investimos na empresa a preços que embutem grande parte dos riscos acima descritos, o que nos garante margem de segurança satisfatória. Utilizando premissas conservadoras, o fundo adquiriu sua participação na empresa a um valor equivalente a pouco mais de 5 vezes o lucro projetado para 2003.

A Marcopolo aderiu ao nível 2 de governança corporativa da Bovespa, concedendo portanto o direito de *tag-along* a seus acionistas minoritários. Tal movimento, motivado pela bem sucedida captação de recursos em mercado realizada pela empresa em setembro, representa importante garantia de que os retornos gerados pela empresa serão apropriados de forma equitativa entre seus acionistas controladores e minoritários.

Seguiremos acompanhando de perto a evolução dos fundamentos da Marcopolo, a postura dos seus controladores e administradores e, evidentemente, o preço de suas ações, para, eventualmente, aumentarmos nossa participação na empresa.

Aleatórias

Participamos recentemente de seminário realizado pela Abrasca e a Bovespa sobre “Política de *Payout*: Dividendos x Recompra de Ações”. A qualidade do evento impressionou positivamente. Tanto pela presença maciça de diversos representantes das empresas abertas quanto pelo nível das palestras e debates em geral.

No entanto, preocupou-nos um argumento defendido no evento: “a ausência de neutralidade fiscal gera total desalinhamento de incentivos para determinar a opção de uma companhia por recomprar suas próprias ações”.

O argumento baseia-se no fato de a legislação tributária brasileira isentar de imposto de

renda o rendimento dos dividendos e tributar ganhos de capital à alíquota de 20%.

O ponto é que o dilema recompra versus dividendos vai muito além da questão fiscal. Se a recompra for realizada a um preço abaixo do valor intrínseco da companhia, um ganho adicional de riqueza será auferido no futuro pelos acionistas que permanecerem na empresa. Nestes casos, o valor para o acionista é maximizado independentemente da questão fiscal.

Seguindo a tese apresentada no seminário, pode-se concluir que se trata de mau negócio comprar uma ação a R\$10 e vendê-la a R\$20 pelo simples fato de que sobre esse ganho incide 20% de IR!

Rentabilidade em R\$	IP-Participações Institucional⁽¹⁾	IBOVESPA	FGV-100	Valor da cota em 30/09/02
Outubro 01	3,48%	5,80%	9,39%	R\$ 42,395005
Novembro 01	11,46%	15,45%	17,29%	
Dezembro 01	5,50%	6,01%	5,54%	Patrimônio Líquido (mil):
Janeiro 02	-2,48%	-7,32%	-1,83%	
Fevereiro 02	5,43%	11,16%	8,78%	R\$ 18.566
Março 02	1,42%	-5,48%	-2,58%	
Abril 02	2,55%	-1,45%	1,62%	(*) início da gestão.
Mai 02	-4,81%	-1,82%	0,29%	
Junho 02	-6,06%	-13,48%	-6,85%	(1) A rentabilidade do fundo é líquida das taxa de performance e administração.
Julho 02	-7,50%	-13,18%	-4,84%	
Agosto 02	7,19%	8,17%	6,75%	(2) Indicador estatístico que quantifica risco. Quanto mais elevado, maior o risco. É calculado com base no desvio padrão das séries históricas desde 01/09/98.
Setembro 02	-1,97%	-18,59%	-8,04%	
Acumulado 2002	-7,05%	-37,69%	-7,74%	(3) Maior queda observada em R\$ desde 01/09/98.
Acumulado 12 meses	13,09%	-19,32%	24,92%	
Acumulado 24 meses	6,10%	-46,61%	-2,29%	Fontes: Anbid, Bovespa e F.G.V.
Acumulado 36 meses	73,64%	-25,28%	61,03%	
Desde 01/09/98 (*)	323,95%	28,19%	221,36%	
Retorno anualizado	42,78%	5,14%	33,30%	
Volatilidade histórica	20,93%	36,68%	29,11%	
Maior queda nominal	28,74%	40,12%	40,12%	

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\$ 500.000,00.

Mínimo Adicional: R\$ 100.000,00.

Resgate:

Mínimo: R\$ 100.000,00.

Procedimentos para aplicação:

As aplicações poderão ser efetuadas em cheque em qualquer agência do Banco Itaú ou através da emissão de DOC. O depósito deverá ser feito em favor conta da abaixo:

Banco Itaú -341

Agência 2001 - Private Bank

C/C: 10117-5

Favorecido: Fundo IP-Participações Institucional

CNPJ: 02.609.647/0001-40

As aplicações e os resgates só poderão ser feitos através da conta do TITULAR e/ou CO-TITULAR.

Informar ao nosso Departamento de Atendimento o valor da aplicação até às 15:00hs e enviar fax do comprovante de depósito até 16:30hs. A cota de entrada será a do dia útil subsequente ao dia da aplicação.

Taxas:

Taxa de Performance(*):

15% sobre o ganho que exceder a variação do IGP-M + 6% a.a. (conceito de "marca d'água").

(*) calculada e provisionada diariamente e paga semestralmente nos finais dos semestres civis.

Taxa de Administração(**):

1,0 % a.a. sobre o patrimônio líquido do Fundo.

(**) calculada e provisionada diariamente e paga mensalmente.

Imposto de Renda: 10% sobre o ganho nominal.

Extratos: Mensalmente o cotista recebe o extrato mensal

Procedimentos para resgate:

1. Solicitar o pedido de resgate por carta protocolada ou fax, até às 15:00hs de dia útil.
 2. A data para o cálculo do valor de resgate, será estabelecida a critério da Administradora, no prazo máximo de 30 dias após o recebimento da solicitação.
- A Administradora informará por carta protocolada ou fax, no dia útil subsequente ao cálculo do resgate, o valor e a data do efetivo pagamento.

(*) 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