

ÍNDICE

Behavioral Finance	3
O caso do <i>hedge fund Long Term Capital Management (LTCM)</i>	4
A raiz do problema	5
Estratégia IP	5
IP-Participações	7
Informações	9
IP-Value Global	11
Análise de desempenho	11
Carteira	13
Liberty Media	13
CNET	13
WPP	14
Perspectivas	14
Aleatórias	15

Behavioral finance é o estudo de como a psicologia afeta as finanças.

A teoria financeira e econômica parte do pressuposto de que os indivíduos agem racionalmente e consideram todas as informações disponíveis no processo de tomada de decisões.

Ao longo dos últimos anos, este pressuposto vem sendo sistematicamente questionado por pesquisadores. A partir de evidências empíricas, eles chegaram a conclusões que na prática desmentem tamanha racionalidade.

Os vencedores do Prêmio Nobel de 2002, Daniel Kahneman¹ e Vernon L. Smith², inovaram em dois campos que têm revolucionado a teoria econômica nos últimos anos: a Psicologia Cognitiva, que estuda os processos de tomada de decisão dos seres humanos, e a Economia Experimental, que testa os modelos econômicos em laboratórios.

Daniel Kahneman e outros psicólogos realizaram extensa coleta de dados e experiências práticas a fim de provar que o ser humano muitas vezes toma decisões em desacordo com a lei das probabilidades e com a teoria econômica tradicional. Demonstraram que, em situações de incerteza, o julgamento tende a ser influenciado mais por fatores intrínsecos à personalidade, como medos, esperanças, complexos e vaidades, do que pela lei das probabilidades.

A *behavioral finance* é dividida em três grandes temas:

a) Viés Heurístico:

Heurística é o conjunto de regras e métodos do qual lançamos mão inconscientemente para compor nossa visão do mundo. Tal conjunto de regras e métodos é profundamente influenciado pelas informações disponíveis, com destaque para as mais recentes. Este processo leva os indivíduos a cair na armadilha conhecida como "*availability bias*". Por exemplo, acredita-se erradamente que homicídios são mais frequentes do que suicídios, porque rendem mais manchetes de jornal. Outro exemplo emblemático verificou-se no mercado japonês. No pico de rentabilidade, em 1989, 14% dos investidores esperavam um crash iminente da bolsa. Após o estouro da bolha japonesa, 32% dos investidores aguardavam novo crash.

b) *Frame Dependence*:

O foco está na maneira como as pessoas lidam com o risco. Em "*Prospect Theory*", um dos trabalhos mais famosos de Kahneman, conclui-se que as pessoas reagem de forma desproporcional a ganhos e perdas, ao contrário do que reza a teoria econômica tradicional. A infelicidade com a perda de US\$ 1 mil é muito maior do que a felicidade gerada pelo ganho dos mesmos US\$ 1 mil.

Um dos testes⁴ realizados por Kahneman consistiu em propor uma situação hipotética a dois grupos de indivíduos. A um dos grupos apresentou-se a seguinte opção:

1. Você acaba de ganhar US\$ 1 mil. Escolha agora entre as alternativas abaixo:

A. Ganhar mais US\$ 500,00.

B. 50% de chance de ganhar mais US\$ 1 mil e 50% de chance de não ganhar mais nada.

Ao outro grupo de indivíduos ofereceu-se a seguinte opção:

2. Você acaba de ganhar US\$ 2 mil. Escolha agora entre as alternativas abaixo:

A. Perder US\$ 500,00.

B. 50% de chance de perder US\$ 1 mil e 50% de chance de não perder nada.

No primeiro grupo, 84% optaram pela alternativa A. No segundo grupo, apenas 31% escolheram a alternativa A. Embora o resultado final seja idêntico (US\$ 1,5 mil), a forma como a questão foi colocada impactou a decisão dos indivíduos. Noutras palavras: o apetite ao risco dos investidores é maior em posições perdedoras do que em posições vencedoras. Ao se defrontar com a perda certa, os indivíduos preferem apostar alto - e muitas vezes com probabilidades contra eles na recuperação da perda. Ao se defrontar com o ganho certo, os indivíduos se tornam avessos ao risco, mesmo que as probabilidades estejam a seu favor. O efeito dessa pré-disposição comportamental sobre a gestão de investimentos é devastador para a performance de

¹ Israelense, 68 anos, professor do departamento de psicologia da Universidade de Princeton.

² Americano, 75 anos, professor de Economia e Direito da Universidade de George Mason.

³ Detalhes do estudo encontram-se no site www.nobel.se

⁴ Daniel Kahneman e Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Making Under Risk." *Econometrica*, 1979.

longo prazo. Os investidores cometem o erro do jardineiro que corta as flores e aduba as pragas do jardim ao realizar rapidamente os lucros e se agarrar emocionalmente aos prejuízos.

A solução do problema aplicada à gestão de investimentos passa pelo entendimento profundo dos mercados em que se investe. No caso específico da Investidor Profissional (IP), a solução está no entendimento das companhias que analisamos. Fazendo o dever de casa bem feito, é muito mais simples diferenciar flores de pragas e aproveitar distorções criadas por investidores que se comportam como os jardineiros do exemplo.

c) Preços Ineficientes:

"Os mercados podem se manter irracionais por mais tempo do que você consegue se manter solvente" – John Maynard Keynes.

O fenômeno conhecido como "*overconfidence*" leva a assumir riscos muito acima do prudente. Em outro teste realizado por Kahneman, publicado em 1998 no *Journal of Portfolio Management*, foram repetidas por meses as seguintes perguntas para um grande número de investidores: 1) Qual o valor máximo, com 99% de possibilidades, que o Dow Jones poderá atingir em 1 mês? 2) Qual o valor mínimo, com 99% de possibilidades, que o Dow Jones poderá atingir em 1 mês?

Caso as expectativas estivessem bem calibradas e não influenciadas por eventos mais recentes, seria de esperar que, após 1 mês, fossem verificadas variações dentro do intervalo estimado pelos investidores em 98% dos casos. Em 1% deles, as variações do Índice Dow Jones ficariam acima do máximo estimado pelos investidores, e em 1% dos casos, abaixo do mínimo estimado.

Mas verificou-se que, em 20% dos períodos, a variação do Dow Jones ficou fora do intervalo sugerido, quando o percentual esperado seria de 2%.

O estudo revela tendência natural dos investidores de superestimar suas capacidades de projetar o futuro. Na prática, o inesperado se faz presente com frequência muito superior àquela que imaginamos a priori. Os investidores são constantemente surpreendidos por eventos "inesperados" em função de calibrarem mal suas expectativas e é, em geral, nestes momentos que a emoção passa a dominar a razão no processo decisório.

O CASO DO HEDGE FUND LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT (LTCM)

O LTCM começou a operar em 1994. Seus principais sócios eram dois renomados *traders* de Wall Street e dois vencedores do Prêmio Nobel de Economia. Eles acabavam de captar US\$ 1,25 bilhão junto a investidores. A filosofia do fundo consistia em ganhar pequeníssimos *spreads* em grande número de operações muito alavancadas. Nas palavras de um dos sócios, o vencedor do Nobel Myron Scholes, a idéia era recolher do chão os centavos que os outros investidores não enxergavam ("*vacuum nickels that others couldn't see*"). Os dois primeiros anos de operação foram espetaculares. O fundo rendeu mais de 40% ao ano. No final de 1996, o total de ativos superava US\$ 140 bilhões. Ninguém imaginaria que o fim estava próximo. Uma sucessão de eventos não previstos pelos gestores e pelos modelos matemáticos que utilizavam levou o fundo a perder praticamente todo o patrimônio. O FED (Banco Central Americano) foi obrigado a uma operação de socorro, sob pena de a quebra do fundo provocar gravíssima crise sistêmica.

O caso LTCM expõe muitas armadilhas estudadas pela *behavioral finance*. A associação de *traders* de primeira linha com dois vencedores do Nobel se revelou explosiva, tendo configurado campo fértil para a observação de fenômenos analisados pela *behavioral finance*. Merece destaque, neste sentido, a questão da *overconfidence*. O nível de alavancagem do fundo era função da volatilidade futura esperada pelo modelo, que por sua vez baseava-se nas volatilidades verificadas nos últimos cinco anos. O excesso de confiança no modelo levou a níveis de alavancagem incompatíveis com o tamanho dos mercados. Ou seja, eles estavam despreparados para enfrentar situações de ruptura (bruscos aumentos de *spreads* e volatilidades), como aconteceu nas crises de 1998.

A RAIZ DO PROBLEMA

Muitos estudiosos teorizam que a tendência a assumir riscos desnecessários é inerente ao comportamento humano - o entretenimento e o ego seriam os principais motivadores da especulação. As pessoas tendem a recordar sucessos, não falhas. Ignorar as próprias falhas e focar no bem-sucedido é um processo que faz crescer a auto-confiança.

Estudos psicológicos comprovam que os indivíduos não agem racionalmente diante de eventos inesperados. Grande parte dos investimentos é movida por respostas emocionais a estímulos externos. Este comportamento leva os mercados a oscilar entre preços extremamente altos e extremamente baixos, em sincronia com a oscilação de humor dos investidores entre o medo e a esperança. Não é só na política que o medo e a esperança se confrontam. No mercado financeiro, eles estão sempre no centro do ringue do imaginário dos investidores. E esta é uma luta que nunca termina. Abre-se contagem, mas o lutador sempre se levanta e a disputa recomeça.

ESTRATÉGIA IP

Conhecer os aspectos da psicologia dos investidores é fundamental para ser bem-sucedido nos investimentos. Somos todos seres humanos, e portanto programados para a irracionalidade em momentos críticos de nossas vidas.

O mantra de racionalidade entoado pela IP em seus 15 anos de história serve como ferramenta disciplinadora de clientes e equipe.

As distorções causadas pelo comportamento emocional dos investidores são a razão da opção por uma filosofia de investimentos focada no valor dos ativos em detrimento de outras técnicas de investimento.

A filosofia seguida pela IP parte da convicção de que os mercados freqüentemente precificam erradamente as ações. O fenômeno está ligado às variações de humor dos investidores, que oscilam entre euforia e depressão, esperança e medo. Estas oscilações convertem os mercados em gangorras cujos eixos são os valores justos dos ativos. Hoje estamos abaixo do eixo da gangorra. Amanhã estaremos acima, depois de amanhã abaixo. Assim será enquanto houver oscilações de humor de quem "faz" o mercado - nós, seres humanos.

Consciente dos vícios de origem dos modelos matemáticos, a IP foca suas análises nos fundamentos

mais estáveis das empresas e em situações-limite subjetivas. Empregamos modelos quantitativos como simplificadores da realidade, nunca como ferramentas principais do processo decisório. Acreditamos que este *modus operandi* permite identificar oportunidades e movimentos justificados pelos fundamentos. A volatilidade do mercado torna-se aliada, e não algoz da performance de longo prazo.

O reflexo do *modus operandi* também se faz presente nas quotas do Fundo, que apresentam performances de longo prazo superiores, menor volatilidade e baixa correlação com os índices que medem tradicionalmente o comportamento do mercado de ações.

IP-PARTICIPAÇÕES

A variação no valor de mercado das posições do IP-Participações em junho foi de 0,83% em reais, líquida de todos os custos. Desde 26 de fevereiro de 1993, início da gestão pela Investidor Profissional, o Fundo acumula valorização de 554,92% em dólares, rentabilidade média de 19,95% ao ano em dólares. No mesmo período, o Ibovespa apresentou desempenho de 8,40% ao ano em dólares e o CDI, de 15,38% ao ano em dólares.

O IP-Participações encerrou o 1º semestre de 2003 com valorização de 10,6%. As posições mais líquidas da carteira, representadas predominantemente por Itaúsa e algumas companhias de telecomunicações, responderam por 60% do resultado, mesmo tendo representado em média apenas 25% da carteira no período. A boa performance dessas ações foi motivada mais pela queda da percepção de risco em relação aos ativos brasileiros do que pela evolução dos fundamentos das empresas.

A constatação abriu espaço para reduzir substancialmente a parcela do IP-Participações alocada nessas posições em maio e junho. O investimento em ações de grande liquidez caiu de 27%, no início de 2003, para 20% do total da carteira no final do 1º semestre.

Fosfertil foi outra contribuição relevante. Suas ações registraram alta de 51%. Ao contrário das posições mais líquidas, a valorização de Fosfertil encontra sólido respaldo na evolução dos fundamentos em tempos recentes. Apesar desta valorização, ainda persiste distorção preço/valor que justifica a manutenção de parcela relevante do investimento. A exposição do Fundo foi reduzida apenas marginalmente ao longo do 1º semestre.

O destaque negativo do semestre foi Coteminas, cujas ações apresentaram desvalorização de 21%.

Os principais eventos com empresas do IP-Participações em junho foram a operação estruturada (*block-trade*) de ações de Coteminas, que permitiu aumentar a exposição, e o pagamento de juros sobre capital próprio de Sadia.

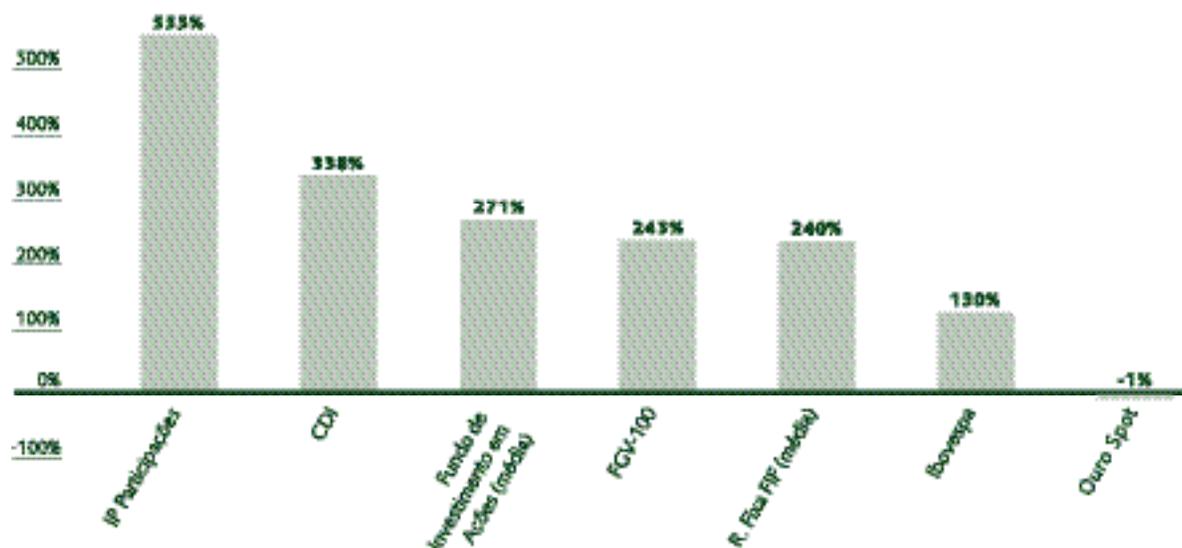
Em operação realizada no dia 26 de junho, três grandes acionistas minoritários venderam parte de suas ações de Coteminas em *block-trade* que totalizou cerca de R\$ 110 milhões. Por tratar-se de operação relevante em volume financeiro e por ter acontecido em semana ruim para o mercado, o preço ficou muito abaixo do esperado. Aproveitamos para recomprar a R\$ 190,50 o lote de mil ações parte do lote de ações que havíamos vendido em dezembro de 2002 e janeiro deste ano com preço médio de R\$ 240,00 o lote de mil ações. O preço de R\$ 190,50 representa uma relação preço/lucro projetado para 2003 inferior a 5.

Sadia anunciou a redução de suas necessidades de capital de giro no montante de R\$ 308 milhões. A operação foi viabilizada pelo lançamento de dois fundos de recebíveis da própria Sadia subscritos em sua maior parte pelo Rabobank, banco de fomento internacional focado no setor agrícola. A taxa de captação foi excelente, graças ao bom histórico de performance de seus créditos.

A desalavancagem financeira permitiu anunciar a distribuição de dividendo extraordinário referente ao resultado do 1º semestre de 2003. Serão distribuídos aproximadamente R\$ 50 milhões aos acionistas, sob forma de juros sobre capital próprio. O montante equivale a R\$ 0,0714 por ação, dividend yield de aproximadamente 5%.

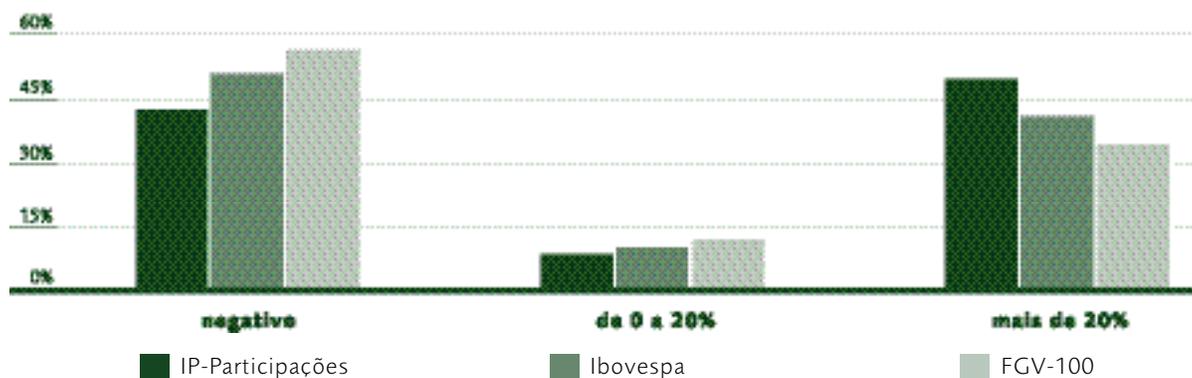
Comparativo de Rentabilidade Acumulada (US\$)

(com ativos selecionados de 26/02/93* até 30/06/03)



IP Participações x Ibovespa x FGV-100

Freqüências de Retornos Anuais ("trailing" diário de 26/02/93* até 30/06/03)



Período	Rentabilidade em US\$ com			Rentabilidade em R\$		
	IP-Participações (**)	Ibovespa	FGV-100	IP-Participações (**)	Ibovespa	FGV-100
1993 (desde 26/02*)	51.00%	63.95%	35.10%	-	-	-
1994	142.50%	51.45%	165.20%	-	-	-
1995	3.30%	-9.50%	-35.10%	18.79%	0.84%	-25.60%
1996	36.00%	53.20%	6.70%	45.32%	60.98%	13.98%
1997	-10.80%	34.47%	-4.08%	-4.20%	44.43%	3.03%
1998	-25.50%	-38.42%	-31.49%	-19.39%	-33.35%	-25.85%
1999	105.70%	69.49%	116.53%	204.39%	150.95%	220.49%
2000	2.86%	-18.08%	-2.65%	12.45%	-10.47%	6.42%
2001	-6.95%	-23.98%	-8.80%	10.39%	-9.79%	8.17%
2002	-28.41%	-46.01%	-24.15%	9.01%	-17.80%	15.49%
Acumulado 2003	36.03%	41.58%	44.46%	10.57%	15.08%	17.43%
June 03	4.11%	-0.42%	5.37%	0.83%	-3.56%	2.05%
Desde 26/02/93 (*)(**)	554.92%	130.04%	242.94%	-	-	-
Retorno anualizado (*)	20.17%	8.48%	12.80%	-	-	-
Volatilidade histórica (***)	25.54%	44.46%	29.77%	-	-	-

(*) Início da Gestão pela Investidor Profissional

(**) A rentabilidade do fundo é líquida das taxas de performance e administração

(***) Indicador estatístico que quantifica riscos. Quanto mais elevado, maior o risco.

É calculado com base no desvio padrão das séries históricas desde 26/02/93.

(Fontes: Anbid, Bovespa e FGV)

Valor da Quota em 30/06/03

R\$ 3.282181

USD 1.142472

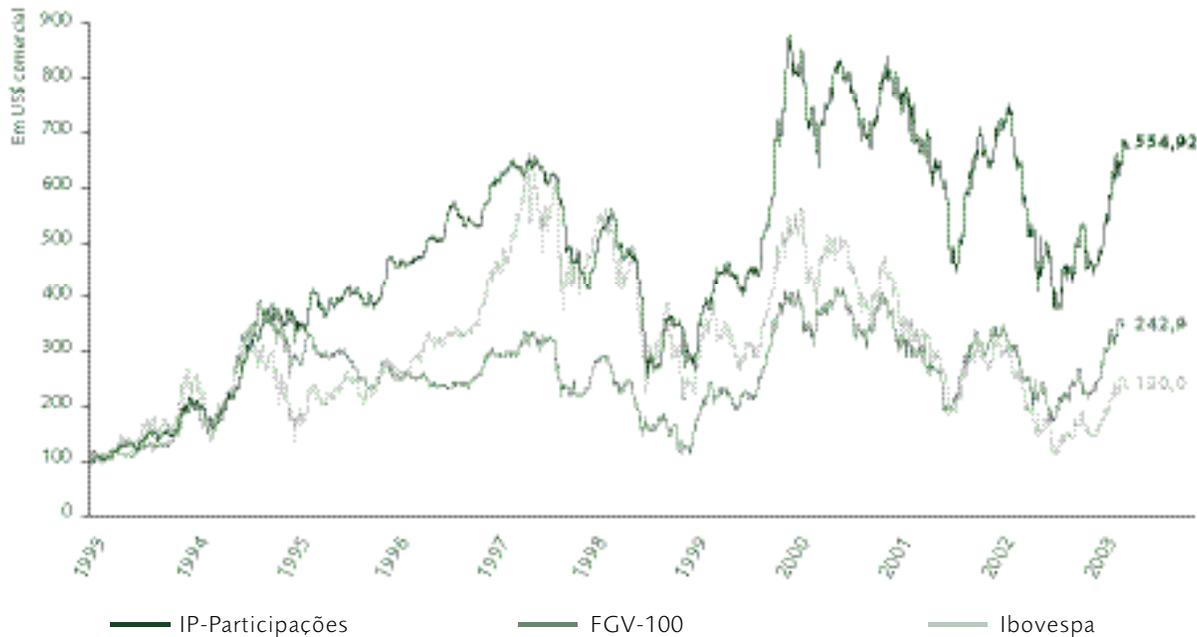
Patrimônio Líquido (mil)

R\$ 101,864

USD 35,468

IP-Participações x Ibovespa x FGV-100

Rentabilidade Acumulada (US\$) de 26/02/93* a 30/06/03



(*) Início da Gestão pela Investidor Profissional (Fontes: Anbid, Bovespa e FGV)

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: 09317-4
Favorecido: Fundo IP Participações
CNPJ: 29.544.764/0001-20

- Aplicações inferiores a R\$ 200.000,00 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, aplicações e 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 14h.

É fundamental a leitura do regulamento do fundo antes de se tomar qualquer decisão de investimento.

- Cálculo das quotas: a quantidade de quotas adquirida será calculada pela quota do dia útil seguinte à disponibilidade dos recursos.

Resgate

- Mínimo: R\$ 50.000,00.
Se na solicitação de resgate, o saldo remanescente ficar inferior a R\$ 200.000,00, o resgate deverá ser total.
- Cálculo do resgate: é feito pela quota 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 Quota

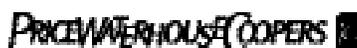
- Diariamente no caderno Finanças & Mercados da Gazeta Mercantil, no ranking dos Fundos FITVM, também disponível pelo Disque-quotas: tel. (21) 2540-8022, ou pelo site www.investidorprofissional.com.br.

(*) Para maiores informações, entre em contato com o nosso Departamento de Atendimento.

Este fundo é distribuído por:



Este fundo é auditado por:



Este fundo é custodiado por:



A quota do IP Value Global apresentou variação líquida de 5,0% no 2º trimestre de 2003. Desde o início das atividades (8 de agosto de 2001), o Fundo acumula variação positiva de 10,3%, contra -15,1% do S&P 500 e -5,1% do Russel 2000 ¹.

ANÁLISE DE DESEMPENHO

O desfecho favorável da polêmica Guerra do Iraque (rápida duração, pequeno número de baixas, pouca instabilidade) levou os principais mercados acionários a excelente desempenho no trimestre. Tanto o S&P 500 quanto o S&P 350 Europa apresentaram variação de 15%. Foi um dos melhores desempenhos dos últimos anos.

Assim sendo, apesar da postura extremamente conservadora (26% investidos em ações e escolha de empresas com baixa alavancagem e alta segurança do negócio), o *IP Value Global* registrou 5,0% de valorização no trimestre.

É um bom resultado absoluto, ainda que o desempenho relativo tenha sido inferior ao dos principais índices do mercado. Nos últimos trimestres, o que ocorria era o inverso.

Isso não causa surpresa, muito menos insatisfação. Conforme destacado nos últimos relatórios e contatos com investidores, a postura conservadora tem um preço: valorizações abaixo da média em períodos de mercados em alta. Esse preço foi cobrado no trimestre que passou. O importante é que, mesmo olhando em retrospecto, estamos convictos de ter adotado a postura correta (comentaremos novamente a questão na seção "Perspectivas").

Este tipo de postura é consistente com objetivos e expectativas da IP. Quem conhece nossa filosofia de investimento (tanto no *IP Value Global* quanto no IP-Participações) sabe que o objetivo é conquistar rentabilidades elevadas em períodos mais longos (tipicamente cinco anos), com consistência e segurança. No caso do *IP Value Global*, a meta é de 15% ao ano em dólares, líquida de todos os custos, em períodos de cinco anos. Como consequência, em períodos mais curtos o desempenho será mais errático, tanto em termos absolutos quanto relativos.

"(...) the most attractive investment opportunities fail to provide returns in a steady, predictable fashion.", do excelente livro *Pioneering Portfolio Management*, de David Swensen ².

Noutras palavras, todo investidor que se propõe a gerar resultados superiores a determinado *benchmark* tem de estar preparado para pequenos "desvios" em períodos mais curtos.

No caso do *IP Value Global*, esperamos apresentar os seguintes padrões de resultado em prazos mais curtos (definidos como aqueles até um ano):

- a) minimização de perdas nos períodos de queda dos mercados ³;
- b) ganhos não correlacionados com o mercado em geral, quando posições relevantes do fundo apresentarem reversão positiva nos fundamentos de curto e médio prazo; e
- c) desempenho positivo, mesmo que inferior à média, em períodos de grande valorização dos mercados.

O item "a" foi o que ocorreu em 2002. O Fundo caiu 1,3% em cenário de queda da ordem de 20% dos ativos em geral. Esperamos que isso continue a acontecer no futuro, graças a nosso conservadorismo no processo decisório (vide nota 3).

Em relação ao item "b", trata-se de uma característica pouco visível, mas sem dúvida a mais importante e determinante para a construção de resultados superiores ao longo do tempo. Ela é inerente à nossa filosofia de investimentos, válida tanto para o *IP Value Global* quanto para o IP-Participações.

O investimento ideal para investidores como nós se dá quando identificamos uma empresa de excelente qualidade que esteja apresentando algum problema

¹ De acordo com o primeiro relatório de gestão do Fundo, a comparação com os índices é meramente ilustrativa, principalmente para períodos de prazo mais curto (inferiores a três anos). A meta é obter rentabilidade líquida para o cotista de 15% a.a. a cada período de cinco anos.

² Swensen é o *Chief Investment Officer* da Universidade de Yale. Durante sua gestão (últimos 15 anos), o *portfolio* da universidade apresentou excelente retorno de 17,4% ao ano. Até a presente data, o livro foi publicado apenas em inglês pela Free Press.

³ Fazendo uma quebra um pouco maior, esperamos registrar perdas menores que o mercado quando o movimento inicia em patamares elevados de preço e perdas similares às do mercado no final dos processos de baixa. Uma vez que nesse momento muitas ações ficam baratas, estaremos com percentual investido em ações muito elevado (como vem ocorrendo recentemente, por exemplo, no IP Participações). Mesmo sabendo que não acertaremos o "fundo do poço", a conjugação desses fatores é suficiente para cumprirmos nossos objetivos.

Este fundo não é distribuído no Brasil. Esta tradução é apresentada com o propósito unicamente informativo.

conjuntural de curto e médio prazo e que, em função disso, esteja sendo negociada no mercado a preços muito inferiores ao seu real valor. Por problemas conjunturais de curto e médio prazo leia-se;

- Pressão nos resultados de curto prazo – ex.: ocorrência de clima inesperado ou um erro de coleção no caso de um varejista de vestuário; ou pressão nas margens decorrente de aumento temporário de custos, como ocorre com Sadia e Perdigão no pico do ciclo de milho e soja.
- Pequeno valor de mercado e/ou falta de liquidez das ações – em função disso muito investidores simplesmente descartam a possibilidade de investir na empresa. Foi o que ocorreu com CNET em meados no ano passado. Assim como nos casos de Saraiva e Renner quando montamos nossa posição para o IP Participações.
- Estrutura societária inadequada – até hoje não verificamos um caso como esse no *IP Value Global*. É quando encontramos bons ativos numa estrutura societária inadequada. No IP Participações fizemos investimentos excelentes em Indústria Villares e Freios Varga que se encaixam nessa categoria.
- Notícias conjunturais de curto prazo que impactam determinados setores de forma indiscriminada – ex.: a divulgação de índice de desemprego acima das expectativas faz com que todas as empresas ligadas a consumo apresentem quedas relevantes de preço.
- Setor na fase de baixa do ciclo. A grande maioria dos negócios e setores apresentam ciclos. Em geral, as coisas nem são tão boas quanto parecem nos momentos de alta do ciclo, como não são tão ruins nos momentos de baixa. Só que o mercado tende a precificar as ações como se o cenário de seis meses fosse se perpetuar. O impacto no preço das ações é muito relevante. Foi o que aconteceu com as empresas de tecnologia em 2002.

Enfim, quando encontramos uma empresa de qualidade que esteja passando por situação negativa, **mas que seja na nossa avaliação passageira**, o potencial de retorno é muito relevante com baixíssimo risco de perda. É o que se chama de *contrarian investing*. Se uma empresa estiver negociada em mercado por preço muito inferior ao seu real valor em função de um problema passageiro, basta paciência para se ganhar dinheiro. **O fundamental nesse processo é conhecer bem os ativos em questão para que se possa distinguir os fatores conjunturais dos estruturais.** É por isso que

investimos tempo muito relevante no estudo das companhias e setores.

O processo se verificou algumas vezes desde o início do *IP Value Global*. É possível citar investimentos como *Getty Images, Limited, Electronics Boutique, Royal Caribbean, CNET, e Abercrombie & Fitch*. Com o IP-Participações, os principais casos foram Freios Varga, Lojas Renner, Saraiva e Elevadores Atlas.

Em situações como essas, investimos percentual relevante e aguardamos - passiva ou ativamente, dependendo do caso - a reversão dos fundamentos de curto e médio prazos. Foi o que ocorreu com *Limited* no 4º trimestre de 2001 e com *Getty Images* no 4º trimestre de 2002. Ambas apresentaram valorizações expressivas após reversão favorável de fundamentos (ex. acerto de coleção, melhora do cenário para empresas de mídia) ou reversão de expectativas erradas do mercado (como a expectativa do "fim das empresas varejo" imediatamente após os atentados terroristas de 11 de setembro). Nestes momentos, o Fundo tende a apresentar desempenho (tanto absoluto quanto relativo) excepcional.

Os períodos de ouro se dão quando este tipo de evento se associa a uma valorização do mercado. Foi o que aconteceu com o IP-Participações em 1994 e 1999. Além do cenário positivo para o mercado como um todo, os principais investimentos (Caemi e Renner, em 1994, e Saraiva, Freios Varga e Elevadores Atlas, em 1999) apresentaram melhoras relevantes nos fundamentos (ou reversão de expectativas equivocadas). Foi algo que resultou em valorizações em dólares da ordem de 140% em 1994 e 105% em 1999.

Neste trimestre, por exemplo, não registramos valorização expressiva dos principais ativos do *IP Value Global*⁴. As valorizações mais atraentes ocorreram em posições pequenas (ver seções "Carteira" e "Perspectivas")⁵. Ou seja, o desempenho foi positivo, mas não acompanhou as valorizações dos índices, exatamente como na situação c descrita acima.

Em resumo, temos de ser eficientes nos dois primeiros itens. Isto é, precisamos minimizar perdas e registrar lucros relevantes em algumas das principais posições, os chamados *home runs*. Se formos bem-sucedidos em "a" e "b", basta desempenho mediano nos períodos de otimismo para que os objetivos sejam alcançados.

Temos demonstrado disciplina e capacidade para implementar o conceito de margem de segurança, assim como para identificar boas oportunidades.

É verdade que algumas delas produziram nesse primeiro momento pequeno retorno para o Fundo, em função da pequena participação. Ao longo do tempo, serão cada vez maiores o conforto e a segurança para fazer investimentos mais relevantes nesse tipo de participação.

CARTEIRA

Aproveitamos a recente alta dos mercados para vender posições com valorização expressiva. Conforme descrito na nota nº 5, eram pequenas, mas contribuíram de forma positiva para o desempenho do Fundo.

Liberty Media

Vendemos a totalidade da posição no mês passado a US\$ 11,85. Foi um *case* de investimento atípico para o Fundo, tendo em vista que se tratava de uma *holding* de grande porte, extremamente complexa e com *management* muito agressivo. Montamos pequena posição (1,5% do Fundo) em nível de preço que oferecia margem de segurança relevante: a US\$ 7,60 - preço que compramos a ação em setembro de 2002 - era uma arbitragem de "*holding versus soma das partes*" com boa margem de segurança e *upside* atraente. Após forte valorização nos últimos meses vendemos nossa posição com ganho da ordem de 50%.

CNET

É um caso que merece destaque uma vez que auferimos rentabilidade positiva (baixa, mas positiva), apesar do alto custo de aquisição.

Olhando em retrospecto, erramos quando fomos pouco criteriosos na margem de segurança exigida para o investimento. A análise da qualidade da companhia e de seus administradores, bem como da sustentabilidade financeira, mostrou-se correta. O preço de entrada é que foi mal avaliado (cerca de US\$ 5). A alavancagem operacional era tão grande que uma eventual piora de cenário no setor de tecnologia teria impacto muito relevante. Foi o que aconteceu, e a ação caiu para níveis inferiores a US\$ 1 em agosto de 2002.

Por outro lado, foi uma das companhias em que melhor fizemos o "dever de casa". Além de estabelecer contato de alto nível com os administradores, reconhecemos as falhas da análise inicial. Tivemos paciência então para aguardar um preço realmente atraente. Chegamos a aumentar o investimento num momento em que a empresa era considerada potencialmente insolvente (ao preço médio de US\$ 1,30 em agosto de 2002). Com a valorização verificada no último trimestre, zeramos a posição - infelizmente pequena, da ordem de 1,5% - a um preço médio de US\$ 3,80.

Na nossa análise não cometemos novo erro ao vender a US\$ 3,80. Apesar de a ação ter fechado o trimestre cotada a US\$ 6, a venda em US\$ 3,80 foi totalmente coerente com a filosofia de investimento do Fundo. A forte valorização (em março de 2003 a ação chegou a ser negociada a \$1,40!) não teve contrapartida alguma nos fundamentos. Ou seja, de fato os fundamentos pouco mudaram, mas a ação multiplicou por quatro. Dessa forma, nossa visão é de que a empresa atualmente é negociada a preços que oferecem margem de segurança pouco atraente.

Fomos, isto sim, pouco agressivos no volume das compras, no ano passado, em níveis de \$ 1,30. Nosso erro foi esperar por preços ainda melhores. Fica a lição: quando a margem de segurança é muito relevante (como era o caso a \$ 1,30) não vale a pena ficar esperando que ela aumente ainda mais.

O importante é que, apesar dos erros cometidos, não só minimizamos as perdas como apresentamos pequeno resultado positivo. Além disso, aprendemos muito com a análise desses erros, o que certamente se revelará valioso em investimentos futuros.

Por fim, "*it is not over until the fat lady sings*". A ação é MUITO volátil e pode oferecer nova oportunidade nos próximos anos. Acompanharemos de perto a evolução dos fundamentos e preço de negociação.

4 Na verdade, um de nossos principais investimentos (*Wolters Kluwer*) apresentou desempenho medíocre em função do resultado trimestral muito abaixo do esperado. Nossa avaliação, no entanto, é que nesse caso o mau desempenho da ação se justifica. Estamos reavaliando o investimento na companhia, já que algumas de nossas premissas vêm se provando equivocadas. Quando isso acontece, não hesitamos em vender a posição, independentemente do custo de aquisição. Ainda não é a conclusão em relação a Wolters, mas seremos disciplinados em caso de identificação de erro.

5 Uma vez que as ações se valorizaram muito rapidamente, não tivemos tempo para montar posição relevante. Uma característica marcante do nosso processo decisório é que tendemos a montar as posições de forma gradual. Normalmente compramos um pequeno percentual do Fundo quando identificamos uma empresa "barata". Para virar uma posição relevante do Fundo exigimos uma das duas condições: i) que a empresa esteja MUITO barata - dada nossa postura contrarian, na maioria das vezes o preço da ação continua caindo após a primeira compra; e/ou ii) um conhecimento profundo da empresa e do setor. Assim sendo, quando a ação sobe rapidamente após o primeiro investimento, geralmente nossa exposição é pequena: não só em função do pouco tempo para aprofundar nossos conhecimentos, como também pelo fato de ainda não acharmos a empresa MUITO barata. É nessas horas que o conservadorismo "joga contra". No entanto, uma vez que a postura também é responsável pela minimização de perdas, estamos certos de que é altamente "geradora de valor" ao longo do tempo.

WPP

Mais um investimento um pouco diferente do padrão do *IP Value Global*. O excesso de pessimismo do mercado verificado em meados de março permitiu que fizéssemos um investimento de 2% do Fundo na melhor empresa do setor - conglomerados de comunicação com agências de propaganda, assessoria de imprensa, serviços de marketing etc.. Ela apresenta histórico extraordinário, além de práticas contábeis e postura mais conservadores do setor. Em níveis de US\$ 30, oferecia boa relação risco/retorno, apesar da complexidade e dos riscos envolvidos. A valorização de 30% em 3 meses nos levou a vender a US\$ 39, em função da redução da margem de segurança.

No início de julho vendemos outra posição que apresentou boa contribuição para ao Fundo: Electronics Boutique. Comentaremos esse investimento no próximo relatório.

PERSPECTIVAS

Por mais tentador que seja, não compartilhamos o otimismo verificado nos últimos meses. É verdade que houve inegável melhora em alguns fatores conjunturais. Podemos citar situação mais favorável no Oriente Médio, perspectiva de aumento do crescimento americano no segundo semestre, fim da ameaça do SARS, redução das taxas de juros e conseqüente excesso de liquidez.

Ainda assim, alguns problemas estruturais permanecem, ou mesmo se acentuaram nos últimos meses. Basta um pouco de bom senso e juízo para ficar preocupado com:

1. nível de endividamento dos consumidores nos Estados Unidos;
2. insustentabilidade das taxas de juros *vis-a-vis* o déficit orçamentário criado no governo Bush;
3. crescente nível de alavancagem financeira gerado pela indústria dos *hedge funds*, criando ameaça de risco sistêmico (vide *LTCM*);
4. grave situação orçamentária dos planos de pensão, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa;
5. instabilidade geopolítica;
6. contínuo uso de práticas contábeis agressivas e questionáveis, mesmo depois de escândalos recentes;
7. desalinhamento de interesses entre executivos e acionistas; e por aí vai...

Como se não bastasse, os mercados valorizaram-se excessivamente no período. Ou seja, encontrar ativos com boa relação risco/retorno não tem sido tarefa fácil. Isso vale tanto para ações como para ativos com maior nível de risco, cujos preços foram impulsionados pelas menores taxas de juros desde o pós-guerra.

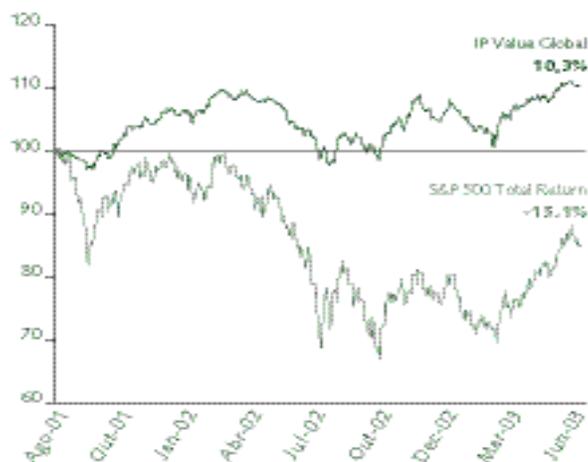
Cabe aqui um comentário pertinente. Em alguns momentos de maior otimismo, como os preços atuais parecem indicar, somos questionados em relação a um eventual "excesso de conservadorismo" da nossa parte. Não achamos que seja o caso. **Não é que sejamos avessos a risco. Correr risco é essencial para quem deseja rentabilidade superior ao custo de oportunidade. Nosso trabalho, no entanto, é selecionar o "bom risco".** Aquele que, em função do preço de entrada favorável, apresenta potencial de perda minimizado e de valorização relevante.

Temos estudado algumas companhias que parecem interessantes, mas os preços não oferecem a margem de segurança (e potencial de retorno) suficiente dado o nosso atual nível de conhecimento dos seus negócios. Essa situação pode se reverter de duas formas: seja via queda de preços, seja via aumento do nosso conhecimento dos ativos em questão.

Se não podemos prever o que irá acontecer com os preços, podemos afirmar que nosso conhecimento evolui a cada dia. Além disso, dado o altíssimo nível de volatilidade de alguns ativos e o ânimo geral dos investidores, seus preços podem cair (ou subir, é verdade) em questão de semanas. Até lá, o melhor a fazer é permanecer com dinheiro no "cofre", sempre atentos a eventuais oportunidades específicas, enquanto continuamos aprofundando nossos conhecimentos. Certamente ao longo do tempo essa situação será revertida: seja via preço, seja via maior domínio dos ativos. Como o histórico do fundo até agora vem comprovando - apesar da verificação de um mercado francamente negativo, acumulamos ganhos líquidos superiores ao custo de capital no período - é um jogo de paciência onde os benefícios superam largamente a potencial angústia de estar com o dinheiro em caixa.

IP Equities Value Global x S&P 500

Rentabilidade Acumulada (US\$) de 08/08/2001 a 30/06/2003.
(Base 100 em 08/08/2001)



ALEATÓRIAS

Frases relatadas da Assembléia anual da Berkshire Hathaway de 2003:

- *"To those who argue that the cost of options is included in the footnotes [of the 10-K], [I say] why not pull all expenses in footnotes? Then you could just have two lines on the income statement: sales and the same amount on the next line, profits."* - Warren Buffett (WB)
 - *"People pay attention to numbers without consideration for reality"* - WB
 - *"When you get to be my age you will be successful if the people who you hope to have love you, do love you."* - WB
 - *"You don't want to be like the motion picture exec who had so many people at his funeral, but they were there just make sure he was dead. Or how about the guy who, at his funeral, the priest said, 'Won't anyone stand up and say anything nice for the deceased?' and finally someone said, 'Well, his brother was worse.'"* - Charles Munger (CM)
 - *"The stock market is there to serve you and not to instruct you, so you need to formulate your ideas on price and value and if the price gets cheaper and you have funds, logically you should buy more - and we do that all the time."* - WB
 - *"Black-Scholes is what I would call a know-nothing value system. If you don't know anything at all about value compared with price.... then Black-Scholes, on a very short-term basis, is a pretty good guess over, say, a 90-day option. The minute you get into longer-term options...it's crazy to use Black-Scholes."* - CM
 - *"The accounting firms - what are they called now, "the Final Four"? - they have now said they really do feel that options are an expense, and I'm glad they did it, I tip my hat to them.... I think they've actually found the true religion now. The four firms that lobbied against options being accounted as an expense in '93 have written to FASB [the Financial Accounting Standards Board] and said that they think options are an expense. I don't know how something could not have been an expense in '93 and is an expense in 2003."* - WB
 - *"We tend to make all our decisions based on opportunity cost, just as they teach in freshman economics. The rest of the world has gone off on some crazy kick. They have got a cost of equity based on some formula - it's a perfectly crazy mental malfunction."* - CM
 - *"Tying two stones together will not make them float any better."* - Comentário no FT de 5 de Junho sobre a fusão da Handspring com a Palm.
-

